Евгений Шиленков,
начальник отдела по работе с векселями,
ИК «Велес Капитал»

В нашем бизнесе крайне важно, с кем ты работаешь

Своим мнением о нынешнем состоянии вексельного рынка и перспективах его развития с Cbonds Review поделился Евгений Шиленков, начальник отдела по работе с векселями ИК «Велес Капитал», которая является одним из крупнейших операторов этого сегмента долгового рынка.

Какие основные тенденции наблюдаются на вексельном рынке? Как будет развиваться вексельный рынок в этом и в следующем году?

Сложно говорить о каких-либо новых тенденциях, поскольку, на мой взгляд, в этом году ничего кардинального на рынке не произошло, и те тенденции, что мы наблюдали год назад, лишь еще больше укрепились. Сложившаяся иерархия банковских заемщиков привела к тому, что на рынке наблюдается четкое разграничение уровня ставок привлечения денежных средств в каждом эшелоне. По-прежнему появляются новые банковские и корпоративные имена. Но самое главное то, что отсутствует снижение оборотов. Может быть, вексельный рынок и не так динамично развивается, как рынок корпоративных облигаций, но при этом, несмотря на все пессимистические прогнозы прошлых лет, он не теряет с таким трудом завоеванных позиций. Относительно дальнейшего развития рынка очевидно, что до конца года будет наблюдаться высокая волатильность. И если раньше по высоколиквидным годовым векселям волатильность составляла 25 б.п., то теперь она может достигать уровня в 100–150 б.п. Я уверен, что если никаких новых негативных событий на мировом рынке происходить не будет, наш рынок без каких-либо существенных потерь переживет эту встряску.

Вы отметили, что на рынке появляются новые небанковские заемщики. Но почему их доля в общем объеме рынка, как и прежде, продолжает падать?

Дело в том, что крупные компании, которые торговались на рынке несколько лет назад, скажем, уровня того же «Газпрома» или ТНК, получили доступ к более дешевым финансовым ресурсам, сперва освоив российский рынок облигаций, а затем и европейские финансовые рынки. Им просто неинтересно выходить теперь на вексельный рынок. Для них это уже прошлый век, поскольку на мировом рынке им предлагают денежные ресурсы в гораздо большем объеме по гораздо меньшей цене и на гораздо более длинные сроки. И если раньше им нужны были векселя для того, чтобы ликвидировать кассовые разрывы, или для того, чтобы использовать их при расчетах с подрядчиками, то теперь необходимость в этом отпала. Количество хороших очень крупных заемщиков на вексельном рынке уже давно практически свелось к нулю, поэтому-то на рынке так выросла доля банковских векселей. Вместе с тем, постоянно появляются новые корпоративные заемщики, просто объемы их займов даже в сумме своей с трудом восполняют потерю тех объемов, которые в свое время давали крупные корпорации. В результате в общем «котле» векселей банковские бумаги все больше и больше замещают корпоративные.

В последнее время на вексельный рынок стали активно выходить банки третьего эшелона. Появляются ли в связи с этим у инвесторов дополнительные риски, учитывая активную политику Банка России по отзыву лицензий у банков, засветившихся в сомнительных операциях?

Желание многих средних банков выйти на рынок вексельных заимствований вполне понятно: с одной стороны, им необходимы деньги для развития, с другой, они прекрасно понимают, что еще не готовы к выходу на облигационный рынок, скажем, в силу своей низкой капитализации. Но при всем при этом как таковых вексельных программ банков, которые находятся под пристальным контролем Банка России и правоохранительных органов, на рынке уже давно нет. Да и инвесторы сейчас уже не те, что раньше — они стали гораздо разборчивее по отношению к банковским векселям и не покупают бумаги, глядя исключительно на их доходность.

Какие основные проблемы мешают развитию вексельного рынка?

Наверное, основная проблема и одновременно, как бы парадоксально это ни звучало, основной плюс вексельного рынка заключается в отсутствии публичности. Рынок векселей варится сам в себе, он непрозрачен для сторонних инвесторов, котировальная система, которая существует, дает лишь представление о том, на каком уровне торгуется та или иная бумага. Но никаких данных о конкретных сделках нет, все они заключаются исключительно в ходе приватных переговоров, и информация о них недоступна широкому кругу участников. Эта ситуация не дает рынку умереть, делая его по-прежнему интересным и спекулянтам, и сложившемуся кругу операторов, которым непрозрачность позволяет зарабатывать гораздо больше, чем на том же облигационном рынке. Но это не значит, что прозрачность не нужна — она позволит привлечь новых игроков, в том числе, вполне возможно, и иностранных, значительно увеличит обороты, а значит, и доходы участников рынков. Ведь, скажем, из-за того, что векселя нигде не котируются и не имеют признанных котировок, банки обязаны создавать резервы на возможные потери при их покупке, а потому многие из них неохотно работают на этом рынке. К тому же, если раньше непрозрачность рынка никак не мешала, то теперь из-за нее стали появляться первые ощутимые проблемы. Так, с февраля Михаил Фрадков запретил операции с векселями для управляющих компаний, обслуживающих негосударственные пенсионные фонды. Это приведет к выводу с рынка в течение этого года около 50–70 млрд руб., что весьма ощутимо. Практически исчезла пятая часть рынка — причем управляющие компании всегда были одними из самых активных покупателей бумаг второго-третьего эшелона, особенно векселей новых эмитентов, поскольку их крайне интересовала доходность. Их политика стимулировала развитие рынка и выход на него новых эмитентов. Теперь они не могут покупать векселя и в течение года должны привести свои балансы в соответствии с решением правительства.

Есть ли смысл, на ваш взгляд, пытаться перевести векселя в электронную форму с расчетом на то, что это привлечет на рынок новых, в основном иностранных, игроков?

Если бы у нас были единый депозитарий и единая торговая система, то иностранным, да и любым другим инвесторам было бы совершенно все равно, в какой форме выпускаются векселя: в документарной или бездокументарной. И в том, и в другом случае они стали бы охотно покупать векселя российских эмитентов. Ведь основной риск документарных бумаг — риск их подделки — легко устраняется запуском единого депозитария. Да и вообще, вексель — это по определению инструмент документарной формы. И если перевести его в электронный вид, то он перестанет быть векселем и будет называться как-то иначе.

И насколько реализуем проект создания единой торговой системы?

Идея создания единой торговой системы по-прежнему находится в разработке. В свое время она почему-то не нашла поддержки у ФСФР, и сейчас и мы, и другие крупные участники вексельного рынка предпринимаем новую попытку установить правила игры и повысить прозрачность рынка. Сейчас никакого антагонизма с регулятором нет. У организаторов вексельных займов есть желание запустить наконец единую систему. И рано или поздно, если эта система будет запущена, к ней подтянутся практически все игроки. Ведь замысел заключается не в том, чтобы заменить внебиржевую работу биржевой, а в том, чтобы дополнить внебиржевой вексельный рынок рынком биржевым, расширить за счет этого рынок и позволить оперировать на нем новым игрокам.

Когда реально все это может произойти?

Начальный проект уже готовится, и в сентябре-октябре этого года станет понятно, можно ли технически воплотить эту идею в жизнь.

Есть мнение, что рынок корпоративных вексельных программ находится сейчас в кризисном состоянии, и спроса на такие инструменты почти нет. Вы разделяете данную точку зрения?

Спрос на бумаги корпоративных заемщиков по-прежнему есть. И как только на рынке появляются хорошие корпоративные заемщики, спрос на их обязательства не заставляет себя ждать.

А что вы подразумеваете под хорошим заемщиком?

В первую очередь мы смотрим на масштаб бизнеса векселедателя. Если у компании выручка составляет меньше $100 млн, а размер чистых активов ниже уровня в $75 млн, то она вряд ли заинтересует широкий круг инвесторов, а потому такую компанию вряд ли можно назвать качественным заемщиком. Нам такие компании малоинтересны, потому что спрос на их обязательства крайне ограничен.

Играет, разумеется, значение и отрасль, которую представляет компания. Третий важный критерий — долговая нагрузка. Так, скажем, величина отношения финансового долга к EBITDA у надежного заемщика не должна превышать 3–3.5. Хотя, конечно, по этому показателю могут быть определенные поблажки, поскольку балансовые цифры и реальные масштабы бизнеса у развивающихся российских компаний не всегда совпадают.

Интересен такой круг заемщиков, как различные ФГУПы или компании с государственным участием. Многие из них стали генерировать прибыль, плюс у них есть определенные государственные гарантии, они получают гарантированный госзаказ и административную поддержку, а некоторые из них уже имеют успешный опыт заимствований на рынке корпоративных облигаций.

Зачастую вексельный заем рассматривается как первый шаг заемщика на публичный долговой рынок, проба сил перед выпуском облигаций. На ваш взгляд, предварительное размещение векселей облегчает процесс размещения облигаций, или же значительного эффекта ждать не приходится?

Действительно, есть такой сложившийся стереотип, что перед выходом на облигационный рынок нужно выпустить вексельный заем. Я не до конца разделяю эту точку зрения, поскольку здесь все зависит от конкретного заемщика. К примеру, большинству компаний третьего эшелона эффективнее поступать как раз наоборот: сперва выпускать облигационный заем, а уже потом дебютировать на вексельном рынке. В сложившейся на рынке ситуации для такого эмитента, способного по своим финансовым показателям выйти на рынок облигаций, это наилучшая стратегия. С другой стороны, для некоторых банков-заемщиков, попавших в сотню крупнейших российских банков, однако при этом не вошедших в топ-30, успешная вексельная программа явилась хорошим подспорьем для выхода на облигационный рынок.

Насколько перспективен, на ваш взгляд, такой инструмент, как биржевые облигации? Сможет ли он перетянуть активность с вексельного рынка?

Это лишь очередной дополнительный инструмент. Биржевые облигации никак не смогут потеснить векселя хотя бы потому, что что для выпуска этих долговых бумаг эмитент должен соответствовать определенным заданным параметрам, к примеру, пройти листинг на ММВБ. Между тем, по состоянию на текущий момент далеко не все векселедатели первого эшелона полностью отвечают требованиям ФСФР, не говоря уже о более мелких заемщиках.

Очевидно, что участники вексельного рынка, в том числе и наиболее крупные его операторы, используют непрозрачность рынка в своих интересах. Насколько сильное влияние оказывает эта ситуация на доходы организаторов вексельных займов? Будет ли для вас по-прежнему интересен этот рынок в том случае, если он вдруг станет прозрачным?

Слово «прозрачность» надо расшифровать. Первый эшелон векселей на сегодня даже более понятен, чем первый эшелон корпоративных облигаций. Он непрозрачен только тем, что сделки, которые совершаются на рынке, нигде не регистрируются. При этом каждый участник рынка в любой момент вполне точно может определить реальный уровень цены по той или иной бумаге. Впрочем, безусловно, в случае с малоликвидными бумагами повышение прозрачности рынка может привести к сужению спредов, что несколько снизит эффективность отдельных сделок. Но, как говорится, это палка о двух концах. Снижение процентной маржи будет компенсировано увеличением комиссионных за счет роста оборотов.

Как часто случается, что какая-либо компания выставляет претензии организатору своего вексельного займа, обвиняя его в сокрытии или искажении информации о реальной оценке инвесторами ее бумаг?

На моей памяти таких конфликтов с эмитентами ни разу не возникало ни у одного из крупных организаторов вексельных займов.

Как часто приходится сталкиваться в своей работе с криминальными проявлениями — подделками векселей и так далее? Приходится ли организаторам вексельных займов сталкиваться сейчас в своей работе с криминальными подходами к разрешению тех или иных спорных моментов? Насколько серьезной должна быть силовая составляющая бизнеса организатора вексельных займов?

Конечно, определенные рисковые моменты существуют. Именно поэтому при работе на рынке векселей крайне важно обращать внимание на то, с кем ты работаешь. Компании-эмитенты должны очень тщательно выбирать организатора своих вексельных займов, а операторы — создавать специальное подразделение, которое будет отвечать за экономическую безопасность и противодействие мошенникам. Пока существует документарная форма векселей, всегда будет риск купить бумагу, которая на самом деле ничего не стоит. И дело тут не только в подделках. Существует масса технических моментов. Ничего ведь криминального нет в неправильном заполнении индоссаментов — а между тем это приводит к проблемам, а иногда и дополнительным расходам, поэтому надо проверять не только наличие в реестре векселедателя этих векселей, но и, что немаловажно, сам бланк. А многие векселедатели, кстати, в письмах о проверке не гарантируют подлинности бланка. Проверять бланки должны криминалисты. И специалисты такого профиля входят в штат любой серьезной компании, работающей на вексельном рынке. Чаще всего, конечно, подделывают векселя Сбербанка — это наиболее ликвидный инструмент, их можно предъявить к оплате в очень многих точках по всей стране. И конечно, мошенники чаще всего стараются действовать в регионах, полагая, что там им будет проще сбыть поддельный вексель.

Так что на «антикриминальную» составляющую, конечно, надо обращать внимание, но она не является в нашем бизнесе доминирующей, тем более что многие риски снимаются за счет того, что мы просто хорошо знаем наших контрагентов, а иногда располагаем всей информацией о движении тех или иных бумаг, поскольку все сделки с ними происходили при нашем непосредственном участии. Некоторые векселя проходят через наши руки до момента погашения по нескольку раз, поэтому мы в качестве экспертов очень часто даже помогаем правоохранительным органам в случае каких-либо инцидентов, например, при обнаружении подделок тех или иных векселей.