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

Год ПЕРЕЛОМА

О СВОЕМ ВИДЕНИИ ПЕРСПЕКТИВ РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОГО ВЕКСЕЛЬНОГО РЫНКА В ИНТЕРВЬЮ CBONDS REVIEW РАССКАЗАЛ ЕВГЕНИЙ ШИЛЕНКОВ, НАЧАЛЬНИК ОТДЕЛА ПО РАБОТЕ С ВЕКСЕЛЯМИ ИК «ВЕЛЕС КАПИТАЛ».

Как за последний год, с момента, когда мировой финансовый кризис докатился до России, изменилась ситуация на вексельном рынке?

2008 год стал своего рода переломным. Последние пять-шесть лет, а то и более, в России довольно четко прослеживалась тенденция к глобальному снижению стоимости пассивов, а соответственно, снижению доходностей векселей. В этой связи банковский кризис в начале лета 2004 года был очень показательным: после резкого роста ставок привлечения в мае-июне уже к осени доходности по многим банковским векселям оказались близки к докризисным уровням, а по некоторым даже ниже. Однако теперь ситуация изменилась. Основная причина — финансовый кризис, зародившийся в США, который довольно быстро перекинулся на другую сторону Атлантического океана и лишил российские банки возможности привлекать дешевые западные кредиты. Впрочем, помимо внешних факторов сыграли роль и внутренние причины. Речь, конечно же, идет о действиях Банка России, направленных на борьбу с инфляцией и на повышение роли процентных ставок в регулировании экономики в целом. Это и постепенное увеличение ставки по депозитам, и пересмотр процентов по ломбардным сделкам, и изменение нормы отчислений в ФОР, и наконец, пересмотр ставки рефинансирования. Несмотря на определенную отстраненность российского вексельного рынка от глобальных колебаний мировых фондовых площадок, долго сопротивляться внешним — а тем более внутренним — факторам было бы просто невозможно. В итоге, хотя в начале года доходности по векселям и продолжали снижаться на фоне избыточной рублевой ликвидности, в настоящий момент мы видим четкий курс на рост доходностей. Да, конечно, в отдельные благоприятные моменты случаются затяжные падения доходностей, но это лишь обычные колебания в рамках общего повышательного тренда. Причем растущая конкуренция все тех же банков-векселедателей в ближайшее время, вероятно, лишь усилит тенденцию к росту ставок привлечения.

Какой уровень ставок установился для эмитентов из разных отраслей промышленности и эшелонов после глобальной переоценки инвесторами рисков?

Уровень доходности векселей российских корпоративных заемщиков находится в прямой зависимости от стоимости кредитов для того или иного сектора экономики. Зачастую при определении справедливой стоимости векселей какого-либо незнакомого рынку заемщика средний уровень процентов по выданным ему ранее банковским кредитам становится отправной точкой. Впрочем, многое, конечно же, зависит и от финансового состояния конкретного заемщика. Кроме того, играет роль работа, проводимая организатором займа по продвижению бумаги на рынке, повышению узнаваемости бумаги и наращиванию количества открытых на нее лимитов. Последний фактор, как и готовность кредитных организаций реповать под залог векселей заемщика, напрямую влияют на ее ликвидность, а соответственно, и ценообразование.

В целом же для российских предприятий в настоящий момент ставки по векселям начинаются от 12–13% годовых по трехмесячным бумагам и от 14–15% годовых для бумаг с погашением через год.

Финансовый кризис заставил многих эмитентов в срочном порядке изыскивать средства для исполнения оферт по облигациям. Насколько серьезно все это повлияло на объем бизнеса, маржу и доходы организаторов вексельных программ, которые для многих эмитентов стали выходом из непростой ситуации на долговом рынке?

С точки зрения комиссий для организаторов вексельных программ существенных изменений за последний год не произошло. Разве что в определенные моменты, когда векселедатель обращается в сложный для него самого период времени (к примеру, непосредственно в момент прохождения оферты по облигациям), организатор займа вполне может несколько увеличить комиссию. На наш взгляд, такой подход вполне оправдан, поскольку риски организатора в моменте также возрастают.

Общий рост ставок привлечения также положительно сказался на доходах организаторов весельных программ. Это в особенности касается случаев, когда организатор изначально берет заем или его часть на свою позицию, а затем уже отдает бумаги в рынок.

И все же наибольшую маржу организаторам принесло сокращение сроков обращения векселей. Так, если раньше инвесторы вполне адекватно воспринимали годовые бумаги, то сейчас горизонт приемлемого для них срока инвестирования, в особенности для корпоративного сегмента рынка, сократился до трех-шести месяцев. Соответственно, при сохранении прежних комиссий частота выписки векселей выросла практически вдвое.

Каковы на сегодня последние тенденции на рынке векселей? Как будет развиваться этот рынок осенью нынешнего года?

В настоящий момент мы наблюдаем тенденцию к росту стоимости фондирования, которая на деле проявляется как в увеличении ставок на межбанковском кредитном рынке, так и в увеличении ставок привлечения на вексельном рынке. Причем если в относительно коротком сегменте рынка некоторый баланс между объемом предложения векселей и спросом на них со стороны инвесторов сохраняется, то в длинном сегменте рынка существует очевидный перекос в пользу предложения. В результате конкуренция банков за возможность привлечь более длинные пассивы значительно выше, что уже привело к заметному дисбалансу ставок по коротким и длинным бумагам.

Мы полагаем, что осенью — по мере приближения четвертого квартала, на который приходится значительный объем погашений — данный дисбаланс станет еще более очевидным, что в конечном счете должно спровоцировать рост активности в довольно неликвидном ныне сегменте длинных векселей.

Какова на сегодня структура инвесторов, вкладывающих средства в векселя?

На сегодняшний момент основными владельцами векселей являются банки. По нашим оценкам, на их долю приходится порядка 90–95% процентов, остальные векселя числятся за десятком инвестиционных компаний. Причем если подходить к данному вопросу формально, то с учетом сделок РЕПО практически весь объем векселей числится на балансе банков. Кроме вышеперечисленных участников определенный интерес к векселям имеют страховые компании, нуждающиеся в соответствии структуры активов нормативам. Однако у большинства из них интерес к данному виду ценных бумаг возникает лишь на отчетные даты.

Возможно ли возвращение на вексельный рынок компаний первого эшелона, переориентировавшихся несколько лет назад на западные рынки заемного капитала?

Использование крупными российскими компаниями вексельного рынка как источника пассивов маловероятно. После ухода больших корпораций за пределы вексельного рынка масштабы их привлечений значительно увеличились, а стоимость заемных средств довольно сильно снизилась. Более того, во многих компаниях были фактически упразднены структурные подразделения, отвечавшие некогда за работу с векселями.

Исключением можно назвать лишь крупные российские госбанки, в последнее время проявляющие значительную активность на первичном рынке векселей (Сбербанк, ВТБ, Россельхозбанк). Но, вообще говоря, они так никуда и не уходили с рынка, а лишь сократили объем привлечения.

Впрочем, вышесказанное отнюдь не означает, что векселя некогда активных участников вексельного рынка не будут появляться на вторичном рынке. В частности, в этом году довольно активно стали торговаться векселя СУЭКа, просачивающиеся на вторичный рынок из различных схем взаимодействия компании со своими поставщиками. Однако совокупные объемы бумаг, попадающие на рынок из всевозможных схем, ныне абсолютно несопоставимы с размером бизнеса компаний и потому не могут претендовать на отнесение их к инструментам привлечения капитала.

Как обстоят дела с проектом создания единой системы торгов векселями? Можно ли констатировать, что он заглох?

В настоящий момент работы по данному проекту приостановлены, так что можно утверждать, что идея зашла в очередной тупик.

Как отразилось на рынке появление такого инструмента, как биржевые облигации? Составят ли биржевые облигации в обозримом будущем серьезную конкуренцию векселям?

Действительно, в текущем году на рынке дебютировал такой новый для России инструмент, как биржевые облигации. На фоне общей апатии облигационного рынка размещения с использованием биржевых облигаций проходили более бойко. И все же пока объемы привлечения с использованием векселей и биржевых облигаций абсолютно несопоставимы. Более того, принимая во внимание, что на фоне продолжающейся сумятицы на финансовых рынках аппетит инвесторов к годовым бумагам весьма скромен, в ближайшее время популярность векселя может только возрасти.

Какие инвестиционные идеи на вексельном рынке сейчас наиболее интересны?

В текущей ситуации, когда на рынке ощущается нехватка длинных рублевых пассивов, средняя стоимость коротких кредитных средств растет, а общая ситуация

на финансовом рынке остается довольно нестабильной, на наш взгляд, более целесообразно воздерживаться от покупок длинных бумаг. Уже в августе чувствовалось, что банки вступили в конкурентную борьбу за потенциальных инвесторов в их векселя, на фоне чего ставки по годовым бумагам начали расти опережающими темпами. По мере приближения четвертого квартала, на который традиционно приходятся большие объемы выписок, а стало быть, и погашений, эта борьба должна достигнуть своего апогея, что будет хорошим моментом для повышения доходности инвестиций за счет удлинения сроков инвестирования.

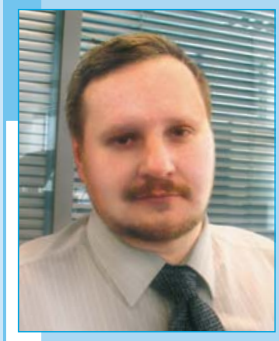
В последнее время на рынке облигаций произошло сразу несколько дефолтов. Происходили ли в этом году дефолты и на рынке векселей?

По векселям мы не видели публичных отказов. С хорошими заемщиками такая ситуация может произойти в случае, если на какие-то конкретные векселя эмитента наложен арест и все выплаты по ним замораживаются до выяснений обстоятельств дела.

Более вероятны просрочки по бумагам третьего эшелона. Но в таких случаях, как правило, делается новация — векселя меняются на новые, с более дальним сроком погашения. Из публичных компаний могу назвать «КрасЭйр» — они часто не платят по векселям в срок и как вариант выхода из ситуации предлагают инвесторам пролонгацию долга.

Но в целом дефолт обходит вексельный рынок стороной, так как на нем нет такого количества рисковых эмитентов, как на облигационном рынке. Так что катарсиса на рынке векселей в ближайшее время мы не ждем.

Комментарии



Юрий Шихов,
начальник отдела по работе с векселями управления рынков капитала департамента корпоративных финансов, ИГ «Ист Коммерц»

Каким был последний год для вексельного рынка?

С точки зрения вексельного рынка, на мой взгляд, год был неоднозначным. С одной стороны, из-за непростой ситуации с размещением облигационных займов и другими типами заимствований многие компании (самых различных эшелонов) активно выходили на вексельный рынок. С другой стороны, не слишком благоприятная ситуация на фондовом рынке в целом не способствовала увеличению доверия даже к хорошо известным векселедателям, что во многом негативно влияло как на ставки, так и на объемы вексельных программ не только «новичков», но и постоянных заемщиков денежных средств на этом рынке.

Появление на рынке новых заемщиков повлияло на доходы организаторов вексельных программ?

То, что это повлияло на объемы бизнеса, несомненно: объемы вексельных программ, которые были непосредственно связаны с облигационными займами, а также с поддержкой оферт, конечно, выросли. Что касается доходов, то тут несколько иная ситуация. Так как организаторы облигационных и вексельных займов — это часто одни и те же компании, то понятно, что определенные дополнительные доходы, полученные от «внеплановых» вексельных программ, как правило, компенсируют недополученную прибыль от отложенных (или недостаточно удачно проведенных) облигационных размещений.

В последнее время на рынке облигаций произошло сразу несколько дефолтов. Происходили ли в этом году дефолты и на рынке векселей?

Рынок векселей менее публичен, чем рынок облигаций, поэтому сложно говорить о реальном объеме проблем в третьем эшелоне, о которых часто невыгодно публично объявлять что векселедателям, что векселедержателям. При этом вексельные схемы, как правило, более гибки для векселедателей: часто векселедержатели в случае «технических проблем» у векселедателя идут на модели «постепенного погашения задолженности» и новации векселей, стараясь не доводить дело до публичного дефолта. Кроме того, в вексельных программах, замещающих облигационные, проходят все же меньшие объемы, и участников каждой конкретной программы относительно немного, поэтому ограниченному кругу заинтересованных лиц проще урегулировать проблемную ситуацию.

Как изменились ставки по векселям для эмитентов из разных отраслей промышленности и эшелонов?

Если сравнивать с ситуацией, которая складывалась ровно год назад, то ставки выросли минимум на несколько процентов годовых, а часто и больше.

Как отразилось на весельном рынке появление такого инструмента, как биржевые облигации?

На тот сегмент вексельного рынка, в котором мы работаем (а это в основном компании третьего эшелона), практически не оказало и, полагаю, не окажет в ближайшее время. Нашим клиентам значительно проще идти по пути вексельных программ.

Успешным ли был этот год для ИГ «Ист Коммерц» на вексельном рынке? Есть ли планы по увеличению объемов размещений?

Во втором полугодии 2007 года и первом полугодии 2008 года мы существенно увеличили объемы вексельных программ. К сожалению, при этом объемы облигационных программ пришлось несколько снизить.

Что касается планов, то говорить об этом пока рано: если ситуация на финансовых рынках будет более стабильна, то мы скорее будем ориентированы на увеличение объемов облигационных размещений, если же ситуация по-прежнему останется непростой, то доля вексельных программ, возможно, будет увеличиваться.

Из знаковых проектов последнего года можно отметить вексельные программы таких компаний, как ООО «Макромир-Финанс», ООО «Шанс-Капитал», ООО «АГАМА ТРЭЙД», ООО «Провиант-Финанс», ООО «АПК «ОГО» и других. Все это компании, с которыми мы одновременно работаем и по их облигационным программам (размещениям, поддержке оферт), и по вексельным программам как краткосрочному заменителю облигационных выпусков.

Третий Российский вексельный конгресс

Екатеринбург

3 октябрь 2008

Атриум Палас Отель

Стоимость участия составляет 15000 рублей.

Ожидается около 150 участников.

Приглашаем к участию в Конгрессе

Организатор: CBONDS FINANCIAL INFORMATION

Со-организатор: Фондовая биржа ММВБ MICEX Stock Exchange

Генеральные спонсоры: Группа компаний РЕГИОН; Велес Капитал инвестиционная компания

Официальные партнеры: Московский кредитный банк; Промсвязьбанк

Спонсор Гала-ужина: ИстКоммерц инвестиционная группа

Спонсор: БКС Консалтинг

При участии: СКБ-БАНК

При поддержке: АУВЕР

Информационные партнеры: Эксперт Урал; CbondsContact; ФедералПресс; Вандербильд WB

Подробнее о Конгрессе, условиях участия, рекламных возможностях — на сайте www.cbonds.info/rus/bondcongress/veksel-2008/