Сергей Зобов,
специалист отдела мировых рынков, Cbonds.Ru

Мировые ВЕКСЕЛЯ

СРЕДИ ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА, ИСПОЛЬЗУЕМЫХ В МИРОВОЙ ПРАКТИКЕ, ОДНУ ИЗ НАИБОЛЬШИХ ЕГО ДОЛЕЙ ПО ОБЪЕМУ СОСТАВЛЯЮТ КОММЕРЧЕСКИЕ БУМАГИ (COMMERCIAL PAPER, CP). ИХ ПОПУЛЯРНОСТЬ ОБЪЯСНЯЕТСЯ РЯДОМ СУЩЕСТВЕННЫХ ПРЕИМУЩЕСТВ ПО СРАВНЕНИЮ С ДРУГИМИ ИНСТРУМЕНТАМИ КРАТКОСРОЧНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ И ДЛЯ ЭМИТЕНТОВ, И ДЛЯ ИНВЕСТОРОВ — НЕБОЛЬШИМИ ЗАТРАТАМИ НА ВЫПУСК, СРАВНИТЕЛЬНО НИЗКИМ УРОВНЕМ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК И ВЫСОКОЙ НАДЕЖНОСТЬЮ ИНВЕСТИРОВАНИЯ.

Среди инструментов денежного рынка, используемых в мировой практике, одну из наибольших его долей по объему составляют коммерческие бумаги (Commercial paper, CP). Их популярность объясняется рядом существенных преимуществ по сравнению с другими инструментами краткосрочного финансирования и для эмитентов, и для инвесторов — небольшими затратами на выпуск, сравнительно низким уровнем процентных ставок и высокой надежностью инвестирования.

CP по своей сути представляет краткосрочный необеспеченный вексель, обычно выпускаемый крупными банками и корпорациями и размещаемый на открытом рынке. Изначально данный инструмент применялся компаниями для финансирования сезонной деятельности, однако в настоящее время в большинстве случаев он используется для таких краткосрочных целей, как промежуточное финансирование, сделки по слиянию и поглощению, а также как один из основных базовых активов срочного рынка (рынка свопов процентных ставок).

Основное отличие коммерческой бумаги от векселя состоит в том, что вексель является самостоятельным инструментом, в то время как CP чаще всего выпускаются как часть программы финансирования (как только истекает срок обращения одного выпуска, сразу же выпускается следующий). То есть для осуществления выплат при погашении эмитенты используют денежные средства от продажи нового выпуска, эту процедуру также называют ролловером (*англ. — rollover*). При этом возникает специфический риск инвестирования в данный инструмент, связанный с вероятной невозможностью эмитента выпустить новые бумаги для рефинансирования старых.

РЫНОК CP В США

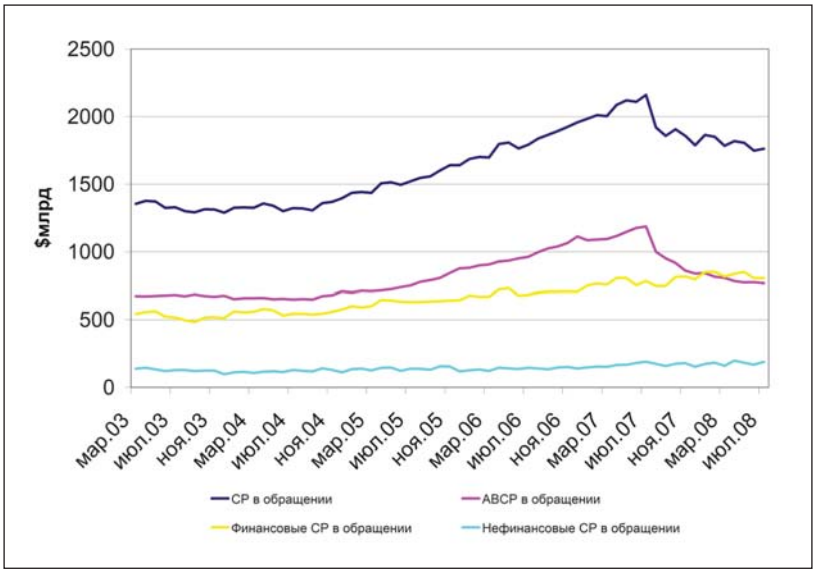
Крупнейшим рынком CP в мире является рынок США. На нем коммерческие бумаги имеют срок обращения от 1 до 270 дней (в мировой практике — до года). Такое ограничение объясняется очень просто: CP со сроком обращения до девяти месяцев освобождены законодательством от обязательной для более долгих бумаг регистрации в Комиссии по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission, SEC). Именно для того чтобы избежать значительных расходов на регистрацию выпуска, эмитенты стараются не выпускать коммерческие бумаги на срок более 270 дней. Кроме того, коммерческие бумаги часто используются как обеспечение при получении кредита в одном из Федеральных резервных банков (Federal Reserve Bank, FRB), что также может влиять на решение о сроках выпуска. Для получения такого кредита CP не должна иметь срок обращения более 90 дней, а в случае с Федеральным резервным банком Нью-Йорка требуемый срок еще меньше — не более 30 дней. На практике большинство коммерческих бумаг выпускаются со сроками обращения от 5 до 45 дней.

Эмитентами коммерческих бумаг в США являются несколько тысяч финансовых и нефинансовых компаний. Наиболее активными участниками рынка являются эмитенты финансового сектора. Их, в свою очередь, принято подразделять на три типа: зависимые финансовые компании (дочерние структуры корпораций), связанные с банками финансовые компании (входящие в банковский холдинг) и независимые. Основная задача первых из них при эмиссии коммерческих бумаг — обеспечить финансированием основную деятельность материнской компании. Вторые чаще всего выпускают CP для финансирования кредитного портфеля материнского банка, третьи эмитируют бумаги для собственных нужд. Американский внутренний рынок коммерческих бумаг также включает выпуски дочерних структур иностранных компаний. Но и не имеющие подразделений на территории США зарубежные фирмы выпускают коммерческие бумаги на американском рынке. Из всех иностранных выпусков около 70% по объему составляют выпуски финансовых институтов.

По данным Федеральной резервной системы (ФРС), общий объем рынка CP в США на данный момент составляет $1.74 трлн, до этого значения он снизился с максимума, достигавшего $2.16 трлн в июле прошлого года (см. График 1). При этом объем финансовых и нефинансовых CP остался стабильным, а негативная динамика рынка объясняется значительным сокращением сегмента коммерческих бумаг, обеспеченных активами — ABCP, о которых речь пойдет немного позже. Объем коммерческих бумаг, выпущенных американскими финансовыми институтами, находится на данный момент на уровне $800 млрд (около 45% рынка), даже немного увеличившись за прошедший год — прошлым летом объем бумаг, находящихся в обращении, составлял $750 млрд. Объем нефинансовых коммерческих бумаг также остается стабильным в течение последних лет и даже показывает небольшой рост в текущем кризисном году. В США в обращении находится около $190 млрд коммерческих бумаг, выпущенных нефинансовыми компаниями. При этом из $190 млрд около 15% бумаг выпущены иностранными нефинансовыми эмитентами.

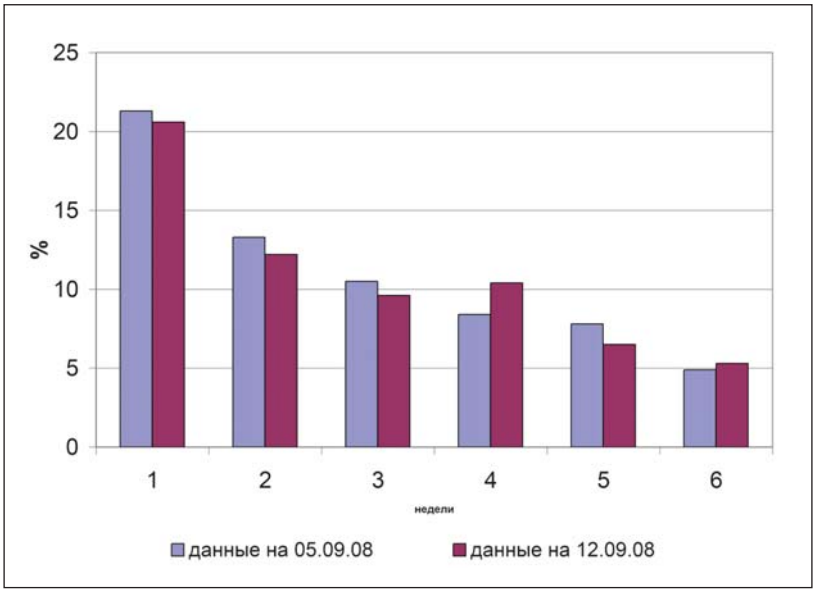
Наибольшая доля выпусков коммерческих бумаг, находящихся в обращении на рынке США, имеет срок погашения от одной до четырех недель (см. График 2). Общая доля бумаг, погашение которых приходится на ближайший месяц, стабильно составляет более 50%, при том что объем самых коротких, недельных бумаг в обращении находится на уровне $370 млрд, что составляет более 20% рынка.

График 1. Динамика рынка коммерческих бумаг США



Источник: Federal Reserve

График 2. Распределение сроков до погашения CP на рынке США



Источник: Federal Reserve

КАК ПРОДАТЬ СВОИ CP?

Коммерческие бумаги также принято различать по способу размещения. Существует два способа продажи CP — напрямую или через специального дилера. Обязательство, размещаемое напрямую, продается самим эмитентом инвестору без участия третьей стороны или с помощью создания собственной дилерской фирмы. При размещении через дилера коммерческая бумага продается эмитентом при участии банка-агента. В таком случае агент прилагает все усилия для размещения бумаг, но не гарантирует его. К первому способу размещения чаще всего прибегают компании финансового сектора. Но и крупнейшие корпорации используют его для продажи своих ценных бумаг. Так, например, американская General Electric (GE) имеет специальное дилерское подразделение General Electric Capital Corporation, которое является одним из крупнейших в мире эмитентов размещаемых напрямую коммерческих бумаг.

И все же объем бумаг, размещаемых через дилера, в среднем в четыре раза превосходит объем бумаг, продаваемых напрямую. На данный момент среди CP, находящихся в обращении, $1.4 трлн были проданы через дилера и лишь $340 млрд были размещены напрямую. Такое процентное соотношение, 80:20, стабильно сохраняется в течение нескольких последних лет. При этом доля бумаг финансового сектора, размещаемых напрямую, несколько выше — около 30%. Зато доля нефинансовых коммерческих бумаг и бумаг, обеспеченных активами, продажа которых осуществляется через агента-дилера, составляет 90% и 88% соответственно.

Чаще всего коммерческие бумаги продаются стандартными лотами размером в $100 тыс., однако некоторые выпуски имеют и более мелкие лоты в $25 тыс. и $50 тыс. Основными инвесторами в CP являются фонды денежного рынка (Money market funds), так как необходимый объем средств для входа на рынок слишком велик для большинства частных лиц. При этом инвестиции в коммерческие бумаги традиционно считаются одним из самых надежных способов инвестирования. Вторичный рынок CP развит сравнительно слабо, чаще всего инвесторы, покупающие данные бумаги, держат их до погашения. Это объясняется спецификой инструмента, а именно тем, что инвесторы имеют возможность заключать сделки напрямую с эмитентом, устанавливая удобный для себя срок погашения. Если финансовые обстоятельства инвестора меняются и он решает продать коммерческие бумаги, он может продать их дилеру или самому эмитенту, если бумага размещалась напрямую.

Коммерческие бумаги в большинстве своем являются дисконтными, то есть продаются по цене меньше номинала. Однако небольшая часть все же имеет процентный доход. Доходность CP зависит от доходностей других инструментов денежного рынка. Обычно она несколько выше доходности депозитных сертификатов аналогичной длительности в связи с более высокой ликвидностью последних и существенно выше доходности схожих по срокам обращения казначейских векселей.

КРЕДИТНОЕ КАЧЕСТВО И РЕЙТИНГИ CP

Поскольку основными инвесторами в коммерческие бумаги являются фонды денежного рынка, на структуру инвестиций которых государством (SEC) наложены определенные нормативы, CP принято делить на эшелоны по уровню кредитного риска. SEC обязывает фонды инвестировать только в «избранные бумаги», то есть в те, которые имеют один из двух высших рейтингов от как минимум двух крупнейших рейтинговых агентств. Бумагами первого эшелона называют «избранные» CP с рейтингами «1», выставленными двумя агентствами, а бумагами второго эшелона — все остальные «избранные» бумаги (см. Таблицу 1). При этом фондам денежного рынка разрешено инвестировать не более 5% активов в каждый выпуск CP первого эшелона и не более 1% — в каждый выпуск CP второго эшелона.

Таблица 1.
Рейтинги CP, присваиваемые ведущими рейтинговыми агентствами

	Высокий инвестиционный класс	Низкий инвестиционный класс	Спекулятивный класс	Дефолтные
Moody's	P-1	P-2, P-3	NP	NP
Standard & Poor's	A-1+, A-1	A-2, A-3	B, C	D
Fitch	F-1+, F-1	F-2, F-3	F-5	D

На данный момент, по статистике ФРС, к первому эшелону относится около 84% всех обращающихся на рынке США коммерческих бумаг. На второй эшелон приходится всего около 3% выпусков. В абсолютных величинах это $1.47 трлн и $60 млрд соответственно. Еще примерно $200 млрд коммерческих бумаг не принадлежат ни к первому, ни ко второму эшелонам. Таким образом, подавляющее большинство CP являются инструментами наивысшего кредитного качества. Однако доля бумаг первого эшелона постепенно снижается в течение последних нескольких лет, два года назад на них приходилось около 93% бумаг, находящихся в обращении, а год назад — уже только 87%.

LOC-BACKED COMMERCIAL PAPER

Основная масса коммерческих бумаг выпускается крупными публичными компаниями, имеющими высокие кредитные рейтинги, однако эмитировать CP могут и не очень крупные компании с более низким рейтингом. Такие эмитенты чаще всего прибегают к выпуску бумаг с кредитной поддержкой фирмы с более высоким кредитным рейтингом либо обеспечению эмиссии высококачественными активами. Первый вид коммерческих бумаг носит название коммерческой бумаги с кредитной поддержкой (Letter of credit commercial paper, LOC-backed commercial paper), а второй — коммерческой бумаги, обеспеченной активами (Asset-backed commercial paper, ABCP).

LOC-backed paper может обеспечиваться аккредитивом, который обязывает выдавший его банк выплатить инвестору сумму, причитающуюся ему в момент погашения, если компания-эмитент окажется не в состоянии сама удовлетворить свои долговые обязательства. Аккредитив, конечно же, существенно увеличивает затраты на выпуск, однако позволяет небольшим эмитентам выйти на рынок коммерческих бумаг и финансироваться дешевле банковского кредитования. Другой способ кредитной поддержки — это страховая облигация, представляющая собой выданный страховой компанией полис, защищающий инвестора от возможных убытков, связанных с CP.

К сожалению, Федеральная резервная система перестала публиковать статистические данные по объему внутреннего рынка коммерческих бумаг, обеспеченных кредитной поддержкой (LOC-backed commercial paper), с начала 2007 года. Однако о его размере можно судить по последним доступным данным — в декабре 2006 года объем таких бумаг в обращении составлял $33 млрд, то есть на тот момент был меньше объема ABCP более чем в 30 раз.

ASSET-BACKED COMMERCIAL PAPER

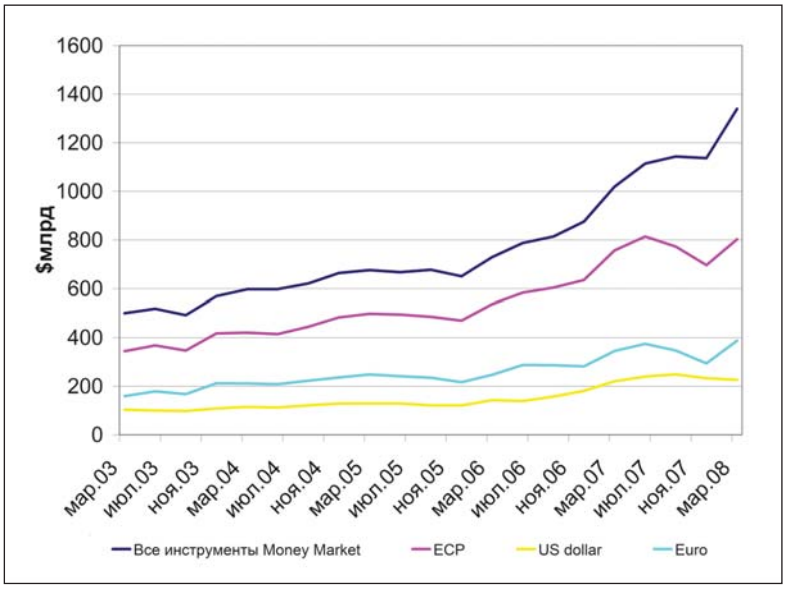
ABCP — это коммерческие бумаги, основной долг и проценты по которым выплачиваются из денежных потоков от активов, выступающих обеспечением таких бумаг. Несмотря на то что ABCP являются разновидностью коммерческих бумаг, их часто относят к рынку структурированных продуктов, а не к денежному рынку, потому что в сущности они представляют сделку секьюритизации. ABCP, как и классические CP, обладают преимуществами и для эмитентов, и для инвесторов. Одно из важнейших преимуществ для небольших эмитентов состоит в возможности варьировать объем и валюту своих публичных заимствований в зависимости от текущих потребностей бизнеса. Также эмитенты выигрывают от доступа к широкому пулу разнообразных инвесторов. Инвесторы, в свою очередь, получают доходность выше, чем по большинству стандартных программ CP, и существенную диверсификацию рисков.

В отличие от CP, риск по которым зависит от кредитоспособности конкретной фирмы, в случае ABCP риск напрямую связан с качеством финансовых активов, от которых поступают секьюритизируемые денежные потоки. Несмотря на то что изначально обеспеченные активами бумаги были способом выхода на рынок для небольших фирм с низким кредитным качеством, преимущества такого рода финансирования привели на рынок и крупных публичных заемщиков.

ABCP выпускаются при помощи SPV (Special purpose vehicle), специально созданной фирмы, которая финансирует секьюритизируемые денежные потоки от одной или нескольких компаний за счет средств, привлеченных на рынке коммерческих бумаг. Так как единственный вид деятельности SPV состоит в финансировании поступлений, ее риск и риск выпущенных ею коммерческих бумаг изолирован от риска компании или компаний-оригинаторов.

Программы обеспеченных активами коммерческих бумаг обычно структурируются так, чтобы объем секьюритизируемых активов превышал объем бумаг в обращении. В дополнение к избыточному покрытию для улучшения кредитного качества выпускаемых бумаг часто используются гарантии компании-оригинатора или банковские аккредитивы. Объединение однородных денежных потоков, поступающих от группы компаний, в пул, достаточно крупный для выпуска программы коммерческих бумаг, позволяет небольшим фирмам выходить на рынок ABCP. Чаще всего специальная компания, которая объединяет активы, управляется коммерческим банком, который покупает их у своих корпоративных клиентов.

График 3. Динамика международного денежного рынка



Источник: BIS Quarterly Review; June 2008

Глобальный рынок ABCP чуть больше года назад представлял собой процветающий сегмент мировых финансов, а объем бумаг в обращении достигал $1.5 трлн, из которых $218 млрд представляли собой ABECP (Asset-backed euro-commercial paper), выпущенные на международных рынках. Однако с началом кризиса объемы ABCP начали катастрофически снижаться, опустившись летом текущего года ниже $1 трлн.

Сокращение американского рынка ABCP с начала ипотечного кризиса составило около 40% по объему. Если летом 2007 года после многолетнего роста его объем достигал $1.18 трлн (55% общего объема CP в обращении), то сейчас объем обеспеченных активами коммерческих бумаг, находящихся в обращении, составляет лишь $739 млрд. Кроме сокращения в абсолютных показателях сократилась и доля ABCP в общем объеме рынка коммерческих бумаг — сейчас она составляет около 42%.

МЕЖДУНАРОДНЫЙ РЫНОК КОММЕРЧЕСКИХ БУМАГ — ECP

На международных денежных рынках существенную долю по объему также занимает такая разновидность коммерческих бумаг, как так называемые еврокоммерческие бумаги (Euro-commercial paper, ECP). По данным Банка международных расчетов (BIS Quarterly Review; June 2008), по итогам первого квартала текущего года совокупный объем международного денежного рынка составил $1.3 трлн, при этом на долю еврокоммерческих бумаг пришлось около 60% (см. График 3). Эта доля существенно сократилась за прошедший год, до этого на протяжении более чем трех лет она оставалась стабильно высокой — на уровне 70–75%.

Некоторые американские компании одновременно выпускают коммерческие бумаги внутри страны и номинированные в долларах еврокоммерческие бумаги на международном рынке. Несмотря на большое сходство с внутренним рынком США, рынок еврокоммерческих бумаг имеет ряд немаловажных отличий. Срок обращения ECP обычно составляет от 60 до 180 дней, и в частности благодаря большей длительности существует активный вторичный рынок этих бумаг. Традиционно считается, что кредитное качество типичного эмитента на рынке ECP не столь высоко, как на американском внутреннем рынке. Выпуски еврокоммерческих бумаг также в большинстве случаев рейтингуются, однако эти

оценки не имеют такого большого значения, как на рынке США. Исходя из этого, многие американские эмитенты коммерческих бумаг с рейтингами ниже A1-P1 предпочитают выходить на международный рынок, а не выпускать бумаги на внутреннем рынке.

Основная масса еврокоммерческих бумаг на данном этапе развития рынка выпускается в евро, по данным на первый квартал текущего года объем в обращении таких бумаг составил $387 млрд, или чуть менее 50% общего объема. Около 30% ECP выпускается в долларах США ($226 млрд), еще 15% рынка приходится на эмиссии в фунтах. В швейцарских франках и иенах выпущено по 2% от общего объема рынка, то есть в абсолютных цифрах около $20 млрд. До 2002 года еврокоммерческие бумаги преимущественно выпускались в долларах США, однако после этого начался резкий рост сегмента бумаг в евро. Объемы еврокоммерческих бумаг, номинированных во всех валютах, пострадали в течение последнего года, однако существеннее других сократился именно сегмент бумаг, выпущенных в евро.

На международном рынке коммерческих бумаг 87% выпусков ($702 млрд) по объему, по последним данным, приходится на эмитентов финансового сектора. По 3% приходится на государственные выпуски и выпуски международных организаций. Выпуски корпораций составляют всего около 7% от общего объема эмиссий в обращении. Если оценивать динамику объемов заимствований в форме ECP в разбивке по секторам, то видно, что при относительной стабильности объемов бумаг, размещаемых правительствами, корпорациями и международными организациями, объемы финансовых ECP росли колоссальными темпами в течение последних десяти лет. Сокращение финансового сегмента после начала кризиса составило почти $90 млрд, однако по результатам первого квартала текущего года он отыграл свои позиции, достигнув $702 млрд.

Российские эмитенты представлены на рынке ECP очень слабо. Самыми активными участниками рынка являются алмазная корпорация «АЛРОСА» и крупнейшие банки — Альфа-Банк, банк «Русский Стандарт», Газпромбанк и МДМ-Банк. Также о своих планах по выходу на рынок заявляли корпорации «ЛУКОЙЛ», ТНК-ВР и ВТБ. Но в связи с последними событиями в мировой финансовой системе реализуемость планов этих и других заемщиков по выпуску еврокоммерческих бумаг остаются под вопросом. Поэтому мы не ждем существенного увеличения активности российских участников в данном сегменте. Если анализировать причины отсутствия внутреннего рынок CP в России, то основной из них можно назвать наличие вексельного рынка, который в большой степени удовлетворяет потребности корпоративных заемщиков в публичном краткосрочном финансировании. ©

LOANS.CBONDS
СИНДИЦИРОВАННЫЕ КРЕДИТЫ

ИНФОРМАЦИОННЫЙ РЕСУРС

Loans.Cbonds.info

Синдицированное кредитование в России и СНГ

Информационный ресурс Loans.Cbonds — проект компании Cbonds.ru, посвященный рынку синдицированных кредитов заемщиков из России и стран СНГ. Целевая аудитория сайта — представители банков, инвестиционных компаний, заемщиков и институциональных инвесторов.

Loans.Cbonds — это новости, аналитические материалы, индикаторы рынка, база данных по синдицированным кредитам. Вся информация на сайте находится в свободном доступе. Будем рады разместить Ваши аналитические материалы, пресс-релизы и другую информацию по рынку синдицированных кредитов на нашем сайте.

НАДЕЕМСЯ НА ВЗАИМОВЫГОДНОЕ СОТРУДНИЧЕСТВО!

http://loans.cbonds.info