Вексельные «олигархи»

На рынке услуг по организации вексельных программ сложилась олигополистическая модель

Канр Лиджиев

В феврале был подготовлен рейтинг организаторов публичных корпоративных вексельных программ за 2006 год. В выборку для составления рейтинга попали выпуски и транши выпусков векселей 80 векселедателей общим объемом 25.89 млрд руб. Для сравнения: в 2005 году были учтены векселя 44 векселедателей общим объемом 19.77 млрд руб. Главные итоги года: наблюдается общий рост объема первичных размещений и количества эмитентов, при этом на пять ведущих вексельных домов приходится 77% первичного рынка.

По итогам 2006 года абсолютное первенство в рейтинге организаторов публичных вексельных программ за ГК «РЕГИОН», осуществившей организацию вексельных займов 24 векселедателей суммарным объемом 10.99 млрд руб. С большим отрывом от лидера на втором месте идет ИК «Велес Капитал», осуществившая вексельные программы шести корпораций общим объемом 3.78 млрд руб. На третьем месте «новичок» — ИК «Ист Кэпитал», организовавшая размещение векселей шести компаний объемом 2.27 млрд руб. Четвертая позиция за Банком «ЗЕНИТ» — вексельные программы четырех эмитентов суммарным объемом 1.92 млрд руб. Замыкает топ-5 «БрокерКредитСервис Консалтинг» — на счету компании семь эмитентов с общим объемом векселей 1.06 млрд руб.

По сравнению с 2005 годом, изменения в верхней части рейтинга небольшие: в «пятерку» ведущих организаторов вошли «Ист Кэпитал» и ««БрокерКредитСервис Консалтинг», остальные участники поменялись местами в лидирующей группе.

Отметим, что «Ист Кэпитал» лишь формально является «новичком». В результате реорганизации «ИМПЭКСБАНКа» (присоединения его к Райффайзенбанку), который занимал четырнадцатое место в рейтинге по итогам 2005 года, практически вся команда по долговым рынкам банка перешла в «Ист Кэпитал». Результаты деятельности на новом месте появились только во втором полугодии 2006 года — в итоге третье место в рейтинге за год.

Таким образом, в топ-5 вошли четыре инвесткомпании и один банк, при этом четыре вексельных дома московские и один (БКС) — региональный. Банкам, которые имеют большие финансовые возможности и более «длинные» деньги, интереснее работать на кредитах и облигациях, рынок векселей для них менее интересен. Инвесткомпании работают на обороте, они в целом готовы брать на себя больший риск и предоставлять финансирование на относительно меньшие объемы (на текущий момент объем выпуска облигаций корпорации меньше 1.5 млрд руб. считается на рынке бондов маленьким и заранее малоликвидным), поэтому для них рынок векселей более интересен. Как видно из таблицы рейтинга, основными векселедателями на рынке являются компании третьего и далее эшелонов. Большое количество небольших и средних компаний, делающих первые шаги на публичном рынке и нуждающихся в финансировании, широко представлено в регионах. Это объясняет наличие достаточно хорошей ниши для региональных вексельных домов.

В целом, как отмечают специалисты вексельных домов, рынку облигаций не хватает эмитентов первого и «хорошего» второго эшелона. Из-за негативного имиджа рынка векселей такие эмитенты предпочитают рынок облигаций и кредиты. В то же время наличие пласта «качественных» эмитентов на рынке векселей могло бы придать ему «второе дыхание»: рынок получил бы в лице таких компаний бенчмарк, приобрел бы большую структурность, увеличились бы обороты торгов векселями. Некоторые участники рынка уверены, что в этом вопросе многое зависит от психологии руководителей корпораций: негативные стереотипы, связанные с векселями, необходимо преодолевать. Банки и инвесткомпании сегодня готовы открывать лимиты «на имена» вне зависимости от формы инструмента финансирования: будь то вексель или облигация. Но в нынешней ситуации, по мнению многих экспертов, если бы не хорошее состояние национальной экономики в целом, в частности, насыщенность денежными средствами, рынок небанковских векселей был бы фактически «мертв». Экономический рост в России позволяет публичному рынку векселей корпораций не только существовать, но и показывать положительную динамику. Более того, эксперты уверены, что и в 2007 году мы увидим рост объемов публичных вексельных программ корпораций.

Рейтинг организаторов публичных вексельных программ корпоративных эмитентов за 2006 год

Организация	Объем, млн руб.	Векселедатели
РЕГИОН	10 992	Инпром, Вим-Авиа, ЮТэйр-Лизинг, ЮТэйр, Адмиралтейские верфи, Имплозия, Энергия, ЛОМО, Арсенал, ТОАП, Корбина Телеком, Натур Продукт-Инвест, Сатурн, Обь-Иртышское речное пароходство, Севкабель, ПИК, СНХЗ, Пеноплэкс, Полипласт, Моторостроитель, РКК «ЭНЕРГИЯ», Оргэнергогаз, ОЗНА, Авиа ГСМ Сервис, Сибэкспортлес груп
Велес Капитал	3 779	Каустик, Газпромгеофизика, Инпром, Сибирь, РКК «ЭНЕРГИЯ», РТК-Лизинг
Ист Кэпитал	2 268	Атлант-М, Группа Полипласт, Юрганз, АПК ОГО, АПК Аркада, МетарФинанс
Банк ЗЕНИТ	1 917	Балтимор, КД авиа, КАМАЗ, ДЫМОВ
Брокеркредитсервис Консалтинг	1 057	Сибирский гурман, ДОМОЦЕНТР, ОЛИПС, Сибирский берег, Миннеско Новосибирск, СИАЛ, УЗПС
Русские фонды	900	Металлсервис
Стипл-чез	821	Группа Осло Марин, Тяжмаш, АЛЕВ, Экоаэросталкер
Банк СОЮЗ	501	Инпром, Вим-Авиа, ТОАП
ИФК «Солид»	485	ГУП «Фонд жилищного строительства Республики Башкортостан», Дорожные машины, РМБ-Лизинг, Осло Марин
АрДи Капитал	445	Катти Сарк, ООО «РАДЭКС», «Прогресс-Нева Лизинг», ПГ Эдельвейс (Невский фильтр), ООО «Изумруд»
ЭКСПОБАНК	430	Азбука Вкуса, Баркли, Магнолия, Квартира.ру
Ханты-Мансийский Банк	405	Сибакадемстрой, БФК, аптечная сеть Здравник, Холидей
Судостроительный банк	300	Сеть магазинов «Магнолия»
Фингард	295	Ильюшин Финанс Ко, Машинный двор, Пермметалл, Финлизинг, ОАО «Редуктор – ПМ»
Промсвязьбанк	280	Каркаде
РФЦ	200	Незабудка
Русский Инвестиционный клуб	185	Русское зерно
ИК «Авиационные Финансы»	150	ТОАП
Славинвестбанк	134	ТОАП
Соцгорбанк	112	РКК «ЭНЕРГИЯ»
Консалтинговая группа «РОССПА»	100	Новосибирский жировой комбинат
ARQ	60	Ильюшин Финанс Ко
Еврофинансы	25	Группа компаний «РиФ»
ФК «Приоритет»	20	Сибирская Аграрная компания
Пробизнесбанк	15	аптечная сеть Здравник
ИКК «Регтон»	15	Тюменский центр лизинга, Посудный бкм, АгроИнтел-ТЕХ

Общее количество организаторов за год изменилось незначительно: в 2005 году их было 28, в 2006 году — 26.

Коэффициент концентрации бизнеса топ-5 за год вырос с 67% до 77%. Фактически на рынке сложилась олигополистическая модель, и в ближайшей перспективе, если не произойдут какие-либо структурные перемены, вероятность кардинальных изменений на рынке услуг по организации публичных вексельных программ мала.

Далее представлены комментарии к рейтингу-2006 ведущих организаторов публичных вексельных программ. Помимо собственно комментария к рейтингу, профессионалы рынка также поделились своими мыслями о состоянии рынка, проблемных моментах и своих планах.

Мнение

Алексей Кузнецов,

генеральный директор
БК «РЕГИОН»

По сравнению с 2005 годом, по итогам 2006 года общий объем публичных корпоративных вексельных программ значительно вырос, выросло и количество компаний-векселедателей. Можно ли говорить о том, что растет и доля публичных вексельных программ в общем объеме выпущенных корпоративных векселей? Какова, по вашей оценке, эта доля на данный момент?

По нашим оценкам, доля корпоративных векселей в общем объеме всех выпущенных векселей составляет 10–15%, то есть примерно 40–50 млрд рублей по номиналу. Около половины этих вексельных программ носит публичный характер. По нашему мнению, в 2006 году наблюдалось сокращение общего объема выпущенных корпоративных векселей по сравнению с 2005 годом, в то же время можно говорить о росте объемов публичных вексельных программ, что явно свидетельствует о росте доли публичных вексельных программ в их общем объеме.

Что вы ожидаете в будущем? Какие основные тенденции проявляются на рынке организации вексельных программ? Видите ли вы другие вексельные дома, которые смогут составить вам конкуренцию в организации вексельных займов?

В будущем мы ожидаем сохранение роста публичных вексельных программ корпоративных заемщиков. Данный рост будет продолжением тех тенденций, которые мы наблюдали в прошедшем 2006 году.

Во-первых, вексель по-прежнему остается единственно возможным инструментом публичного заимствования для компаний с небольшим объемом бизнеса (например, с годовой выручкой порядка 1.5–3 млрд руб.), но имеющим перспективы дальнейшего развития (в т. ч. как первый шаг на пути к облигационному займу, IPO). Во-вторых, для компаний, которые уже имеют облигационные выпуски и известны широкому кругу инвесторов, вексель остается инструментом привлечения краткосрочного финансирования. Примером таких компаний служат «ПИК», «ЮТэйр», «Каустик», «Инпром» и другие. Все чаще эмитенты облигаций становятся векселедателями, причем ставки по векселям этих эмитентов не всегда выше, чем по облигациям. В-третьих, вексельное заимствование остается быстрым и удобным инструментом для краткосрочного финансирования — во многом благодаря оперативности принятия решений о сроках, ставках, размерах траншей и других параметрах сделок. В-четвертых, вексельные программы стали активно использоваться в качестве бридж-финансирования перед размещением облигационных займов, а также как способ перехода компаний-эмитентов облигаций через оферты.

К требованиям, предъявляемым к организаторам вексельных программ, относится наличие квалифицированных специалистов, опыта, определенной инфраструктуры, отработанных технологий по работе с векселями. Речь идет, в частности, о возможности хранения векселей в депозитарии, совершении операций с векселями, не выходя из офиса (что удобно для региональных участников), с использованием ЭЦП и т. п. «РЕГИОН» представляет собой универсальную компанию, предлагающую полный комплекс услуг на долговом рынке — в качестве организатора как вексельных, так и облигационных займов. Совмещение этих функций, а также удовлетворение всех предъявляемых требований и позволяет Группе компаний «РЕГИОН» успешно работать на долговом рынке.

Определенную конкуренцию вексельному рынку могли бы составить биржевые облигации, если бы подобные проекты были реально запущены и работали. Но в силу законодательных ограничений говорить об этом пока рано.

Мнение

Игорь Ладыгин,

директор
«БКС Консалтинг»

В отличие от рынка инвестбанкинга по облигациям, где весь бизнес сосредоточился в Москве, на рынке организации вексельных займов существует достаточно большая группа региональных игроков, активных участников рынка. В частности, по итогам 2006 года «БрокерКредитСервис Консалтинг» вошел в топ-5 лидеров рынка. Столкнется ли инвестор, например, из Питера с какими-нибудь трудностями, если, к примеру, решит прикупить себе векселей «Сибирского гурмана»?

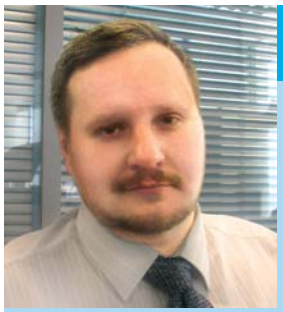
Подобно другим крупнейшим организаторам вексельных займов, мы развиваем схемы купли-продажи долговых бумаг наших клиентов посредством брокерских счетов, открываемых в нашей компании. Таким образом, инвестор из города, в котором представлен наш филиал, в том числе и Санкт-Петербурге, должен открыть брокерский счет, после чего будут возможны подобные операции. В связи с развитием всей Группы компаний «БрокерКредитСервис» и появлением в ее рядах банка в ближайшем будущем станет возможным погашение векселей в любом филиале при заключении договора домицилиации в «БКС Банке».

Среди ваших векселедателей представлены компании новосибирского региона, собираетесь ли вы расширить географию своих эмитентов? Каковы ваши планы в ближайшей перспективе? Не ощущается ли на вексельном рынке тенденция, когда весь рынок стремится сосредоточиться в Москве?

«БрокерКредитСервис Консалтинг» является дочерней компанией федеральной компании «БрокерКредитСервис», и мы активно ведем свой бизнес во всех регионах России, используя широкую региональную сеть группы компаний «БрокерКредитСервис», которая насчитывает на настоящий момент 29 офисов и 31 агентский пункт. Не могу сказать, что наш консалтинговый бизнес сосредоточен только в одном-двух конкретных регионах России. Среди наших клиентов есть компании от Москвы до Иркутска.

Наша компания занимается не только организацией выпусков вексельных и облигационных займов, но и повышением инвестиционной привлекательности и стоимости бизнеса, частными размещениями, сопровождением сделок с капиталом (M&A). В наших планах и далее развивать продуктовую линейку и увеличивать объемы оказания услуг нашим клиентам, в т. ч. и объемы размещений векселей и облигаций.

Что касается рынка облигаций, в Москве для этого созданы все условия и инфраструктура. Что касается рынка векселей, то такую тенденцию я отметить не могу. «БрокерКредитСервис Консалтинг», например, работает не только с московскими инвесторами, но и с региональными. Просто в зависимости от объемов вексельных программ и целей, которые ставит перед нами компания-эмитент, мы и определяем те регионы, с инвесторами из которых мы работаем более активно. Если цель компании-векселедателя — не только привлечь беззалоговые финансовые ресурсы для пополнения оборотного капитала, а еще и сформировать публичную кредитную историю (например, перед выходом на рынок облигаций), то основные усилия мы направляем на работу с инвесторами из Москвы. В предстоящем году в связи с развитием всего рынка определенно больший объем будет предлагаться московским участникам рынка.



Мнение

Юрий Шихов,

главный специалист отдела синдикации и продаж управления рынков капитала ИК «Ист Кэпитал»

С одной стороны, «Ист Кэпитал» можно назвать новичком на рынке услуг по организации вексельных программ, но, с другой стороны, это не совсем так: фактически в «Ист Кэпитал» перешла команда «ИМПЭКСБАНКа», который занимал 14 место в рейтинге-2005. В любом случае прогресс налицо — третье место в рейтинге за 2006 год. Значит ли это, что руководство «Ист Кэпитала» считает рынок векселей, наряду с рынком облигаций, одним из важных направлений в деятельности компании? Или итоговый результат 2006 года скорее можно назвать случайным, а вексельный рынок рассматривается вами как дополняющая сфера деятельности?

Безусловно, результат 2006 года неслучаен. Но третье место в рейтинге 2006 года стало для нас «приятным сюрпризом»: надо заметить, что это фактически результат только второго полугодия 2006 года, когда мы начали работу в «Ист Кэпитал».

Векселя в нашей деятельности мы рассматриваем с разных точек зрения: во-первых, часто организация вексельных займов предшествует займам облигационным и имеет задачу познакомить рынок с новым эмитентом, во-вторых, векселя могут использоваться для организации краткосрочного финансирования эмитента, в-третьих, векселя являются достаточно надежным и высокодоходным инструментом для инвестиций наших клиентов.

У многих ваших эмитентов облигаций первым шагом на публичный рынок была реализация публичной вексельной программы, например, из последних таких эмитентов можно назвать «Атлант-М». Можно ли назвать вас концептуальными сторонниками такого подхода для компаний второго-третьего эшелона? Если так, то означает ли это, что «прорыв» на рынке векселей в 2006 году должен существенно отразиться на результатах «Ист Кэпитала» в рейтинге организаторов облигаций 2007 года? Каковы, на ваш взгляд, основные плюсы этого подхода непосредственно для эмитента ценных бумаг?

Мы действительно считаем, что публичная вексельная программа для компаний, готовящихся к первичному размещению собственных облигаций, может послужить хорошим вспомогательным фактором. Прежде всего, она знакомит рынок с новым эмитентом намного раньше, соответственно, раньше открываются лимиты на компанию, устанавливаются более доверительные отношения между компанией и рынком. Кроме того, организация вексельного займа позволяет компании получать средства по более плавному графику и начать реализацию программ (под которые организуется облигационный заем) значительно раньше, а значит, раньше продемонстрировать рынку результаты этой работы.

Несомненно, организация вексельных займов не является панацеей при размещении облигационных займов, но она весьма актуальна для компаний второго-третьего эшелона. Хотя в каждом конкретном случае, безусловно, необходимо отдельно анализировать ситуацию и принимать обоснованное решение о необходимости такого займа. И конечно, основой успешного размещения облигационного займа служит грамотная работа сейлзов.

Мы не сомневаемся, что в рейтинге организаторов облигационных займов в 2007 году «Ист Кэпитал» займет значительно более высокое место. Как я уже упоминал, фактически мы начали работу только со второго полугодия 2006 г. Работа по вексельным программам дает результат, который можно «пощупать руками», значительно быстрее, результаты же работы по организации облигационных займов по итогам полугода работы нашего подразделения вы увидите уже в первом полугодии 2007 г. Объем и количество запланированных займов в разы больше итогов 2006 года.

Мнение

Валерий Голованов,

начальник управления организации долгового финансирования Банка «ЗЕНИТ»

По итогам 2006 года Банк «ЗЕНИТ» остается среди лидеров организаторов вексельных программ, при этом «ЗЕНИТ» — единственный банк среди них. Существуют ли объективные причины, дающие какие-то преимущества инвесткомпаниям на рынке организации вексельных программ?

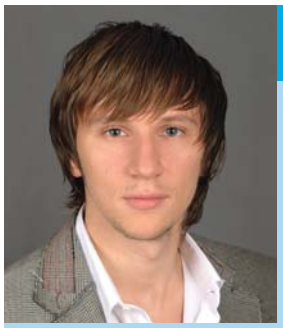
Банк «ЗЕНИТ» традиционно занимает ведущее положение на рынке организаторов корпоративных вексельных программ. При этом наша стратегия поведения на долговом рынке подразумевает работу с различными компаниями по целому спектру финансовых инструментов. Векселя являются одним из наших стандартных предложений компаниям. Векселя востребованы в качестве инструмента оперативного финансирования, который позволяет без дополнительных временных затрат привлечь средства на любой срок. Целью вексельного займа часто становится пополнение текущей ликвидности, а иногда — острые финансовые потребности. Наверное, этими причинами в основном и обусловлен наш интерес и интерес наших клиентов к вексельному рынку.

На мой взгляд, никаких особых преимуществ у инвестиционных компаний, организующих публичные вексельные программы, не существует. Однако мне представляется однозначным, что банки имеют более строгие внутренние критерии для потенциальных векселедателей. При этом у банков гораздо более широкие возможности по комплексному финансированию компаний. Наконец, финансовые возможности банков существенно выше. Нельзя забывать, что основными операторами и держателями на вексельном рынке являются банки. Мы используем векселя как вспомогательный инструмент, который органически вписывается в нашу линейку инвестиционных продуктов и отвечает потребностям компаний.

Какие основные тенденции проявляются на рынке организации вексельных программ? Останется ли Банк «ЗЕНИТ» активным участником вексельного рынка?

Текущая ситуация на рынке векселей — это отражение общеэкономических процессов. В частности — высокой насыщенности денежными средствами. Банки наращивают кредитные портфели и формируют существенные пакеты облигаций. Небанковские организации, имея более дорогие и короткие деньги, специализируются на вексельном рынке. Все больше компаний третьего и выше эшелонов, остро нуждающихся в финансовых средствах, находят их посредством выпуска векселей. Очень надеюсь на общее повышение кредитного качества компаний — дебютантов вексельного рынка. Объективно ясна четкая взаимозависимость экономической ситуации, налогового и инвестиционного климата и той степени прозрачности, на которую должны решиться российские компании при выходе на публичный рынок.

Как я уже отметил, векселя являются одним из наших стандартных предложений компаниям. Поэтому и в 2007 году мы и наши клиенты продолжаем использовать возможности вексельного рынка.



Мнение

Евгений Шиленков,

начальник отдела по работе с векселями
ИК «Велес Капитал»

Каковы, на ваш взгляд, основные итоги 2006 года для рынка услуг по организации вексельных программ? Почему среди организаторов наблюдается доминирование небанковских вексельных домов?

Можно сказать, что рейтинг организаторов публичных вексельных программ корпораций в целом отражает ситуацию, сложившуюся на рынке. В рейтинге представлены практически все корпорации, которые реализовывали в 2006 году публичные вексельные программы. Если посмотреть на объем размещенных корпоративных бумаг, то цифра в 26 млрд выглядит очень маленькой, особенно по сравнению с рынком облигаций. Это говорит о том, что публичный рынок корпоративных векселей если не умер, то, по крайней мере, находится в стагнации.

При этом мне хотелось бы отметить два момента. Во-первых, существует достаточно много неструктурированных сделок, которые не попали в рейтинг. Основными причинами этого является, с одной стороны, нежелание некоторых эмитентов «светить» векселя, и с другой стороны — сложившаяся практика, когда еще не со всеми эмитентами заключаются формальные договора на организацию вексельных программ, в которых, в частности, прописывались бы права на эксклюзивность. По моей оценке, доля публичных программ составляет примерно 60–70% от всего объема вексельных программ. Во-вторых, в рейтинге не учитываются банковские векселя. И если их учитывать, то объем реализованных вексельных программ вырос бы в разы — по моим оценкам, примерно до 200–250 млрд рублей. На мой взгляд, доля банковских векселей составляет 80–90% от всего рынка.

Таким образом, если посмотреть на рынок с этой стороны, то получается не такой сильный разрыв по сравнению с рынком облигаций. Но, как ни крути, корпоративный сегмент остается узким. И одной из главных причин этого является отсутствие на рынке хороших заемщиков, соответствующих первому эшелону рынка облигаций, с векселями которых инвесторы готовы работать.

Доминирование инвесткомпаний на рынке организаторов корпоративных векселей объясняется спецификой вексельного рынка. Банки на вексельном рынке в основном выступают в роли покупателей, и если они делают вексельную программу для своего клиента, то сами и покупают бумаги в свой инвестиционный портфель до погашения, а векселя этих эмитентов на рынке не появляются. Инвесткомпании работают на обороте, поэтому им это интереснее. В случае необходимости крупным банкам легче работать через тот же «Велес Капитал».

Каковы перспективы рынка организаторов векселей в ближайшем будущем? Повысится ли уровень конкуренции на рынке?

Для толчка на рынке корпоративных векселей, как я уже отмечал, попросту не хватает эмитентов первого эшелона. Здесь все зависит, с одной стороны, от самих эмитентов, а с другой стороны – от организаторов. Что касается эмитентов, то им нужно понять необходимость векселя как финансового инструмента и преодолеть сложившиеся стереотипы. Что касается организаторов, то тут важно налаживать более тесные связи с эмитентами, ибо вексельный рынок — это в первую очередь связи. Если посмотреть на рейтинг организаторов публичных вексельных программ корпораций, то можно ощутить определенную связь между векселедателями и организатором — ничто не берется «из ниоткуда». При этом если со стороны компаний второго эшелона мы ощущаем обратную инициативу, то со стороны первого эшелона ее нет. Поэтому, на мой взгляд, в ближайшей перспективе каких-либо кардинальных перемен на рынке не произойдет — вексельные дома будут развивать качественный второй эшелон. По объемам в 2007 году мы, скорее всего, увидим общий рост, так как большинство организаторов предпочтут показать положительную динамику. По поводу новых лиц и расстановки сил: здесь я тоже не вижу в ближайшей перспективе кардинальных изменений. На текущий момент сильной конкуренции на рынке не ощущается. Без хорошего имени сделать на рынке векселей что-либо серьезное невозможно. А таких имен на рынке немного — не больше пяти-шести. Из них только два-три вексельных дома могут предоставить полный спектр услуг на рынке организации вексельных программ. Как я уже отметил, для банков бизнес по организации корпоративных вексельных программ малоинтересен. Отсутствие конкуренции на рынке организаторов очень плохо для потенциальных эмитентов ценных бумаг. Даже можно сказать больше: например, «Велес Капитал» многим компаниям, желающим сделать векселя, отказывает в силу внутренних жестких критериев, которые мы предъявляем к эмитентам. У ведущих организаторов нет больших стимулов и интереса браться за организацию вексельных программ слабых эмитентов — при одном уровне комиссии усилий на «раскрутку» таких эмитентов нужно вкладывать существо больше.

Что касается непосредственно «Велеса», если структурно ничего не изменится, то в 2007 году мы вряд ли покажем существенно больший результат по сравнению с 2006 годом (в первую очередь из-за непрозрачности и закрытого характера рынка векселей).