

КОММЕРЧЕСКИЕ БУМАГИ: МИФ ИЛИ РЕАЛЬНОСТЬ?

Яков Миркин

заведующий кафедрой ценных бумаг Финансовой академии при Правительстве РФ,
руководитель комитета СРО НФА, докт. экон. наук, профессор

Максим Ефимов

заместитель генерального директора ОАО «ИК «ЕВРОФИНАНСЫ»», канд. экон. наук

Зоя Воробьева

начальник отдела финансового инжиниринга ОАО «ИК «ЕВРОФИНАНСЫ»», канд. экон. наук

Татьяна Тормозова

заместитель начальника отдела финансового инжиниринга ОАО «ИК «ЕВРОФИНАНСЫ»», канд. экон. наук

Не первый год в России поднимается проблема выпуска коммерческих бумаг. Законопроект, легализующий этот инструмент как облигацию с упрощенной процедурой регистрации, разрабатывается государством. В его отсутствие операторы рынка активно развивают вексельные программы клиентов, стараясь восполнить существующий пробел. Тому, как идет становление и развитие института коммерческих бумаг в России и каковы его перспективы, посвящена настоящая статья.

ИНСТРУМЕНТАЛЬНЫЙ РАЗРЫВ НА ДЕНЕЖНОМ РЫНКЕ

Кредит или вексель?

В последние 2–3 года вопросы долгового финансирования в России неразрывно связаны с наиболее динамично развивающимся сегментом фондового рынка — рынком корпоративных облигаций. Однако проблема привлечения краткосрочных денежных ресурсов в объемах, превышающих 3–5 млн долл., стоит не менее остро. В первую очередь это вызвано отсутствием на денежном рынке секьюритизированного банковского долга или — в международной практике — коммерческих бумаг (*commercial paper*).

С одной стороны, предприятиями активно используется традиционный банковский кредит, который не требует публичного раскрытия информации, не свя-

зан со значительными временными и финансовыми затратами на привлечение и позволяет установить доверительные отношения с кредитором. Однако он не может в полной мере удовлетворить потребности предприятий (ограниченные из-за нормативов риска на одного заемщика и небольших размеров банков объемы кредитов; возникновение зависимости от одного кредитора, под которого зачастую приходится подстраиваться; повсеместные требования ликвидного обеспечения; конфиденциальный характер отношений, исключающий публичность кредитной истории).

С другой стороны, продолжает расширяться рынок корпоративных векселей, в том числе серийных, которые достаточно ликвидны и позволяют избегать зависимости от одного кредитора и уплаты банковской маржи; не требуют государственной регистрации; как правило, не предполагают обеспечения; способствуют повы-

шению инвестиционной привлекательности векселедателей (в связи с внешним мониторингом со стороны рынка). Как следствие растет способность векселедателя привлекать финансирование, расширяется временной горизонт кредитования, снижается стоимость заимствований. Однако раскрытие информации по векселям, как правило, неадекватно требованиям управления рисками. Не достаточно позитивна также репутация векселя как финансового инструмента из сферы «серого» оборота.

Данные статистики свидетельствуют о том, что востребованными оказываются оба механизма. В 1998–2004 гг. объем долговых обязательств, основанных на кредитах и векселях, увеличился с 15 млрд долл. на конец 1998 г. до 100 млрд долл. на начало августа 2004 г. При этом характерны две основные тенденции: сохранение значительной доли (30–40%) векселей в краткосрочном финансирова-

нии компаний при незначительном превышении темпов роста объемов непогашенных кредитов над объемом выданных векселей (см. рисунок).

Вместе с тем по-прежнему на денежном рынке существует разрыв между неликвидными банковскими кредитами и серийными векселями, не дающими полноценных возможностей управлять рисками. Разрыв должен быть заполнен гибридными инструментами, соединяющими в себе преимущества секьюритизированного банковского долга и раскрытия информации на уровне эмиссионных ценных бумаг.

Коммерческие бумаги как решение

В мировой практике инструментом, восполняющим этот разрыв, являются коммерческие бумаги, которые в классическом понимании должны соответствовать следующим признакам:

- краткосрочный характер (срок обращения до 1 года);
- ориентация на оптового инвестора;
- выпуск с целью финансирования оборотного капитала, отказ от обеспечения, покрытие рисков устойчивой финансовой позицией заемщика;
- серийность (размещение крупными партиями) в рамках среднесрочных (расчитанных на 2–3 года) программ заимствований, внутри которых срок обращения отдельных траншей составляет 3–12 мес.;
- информационная прозрачность (раскрытие информации на уровне, адекватном облигационным займам), отсутствие государственной регистрации;
- обращение на внебиржевом рынке, хорошо структурированном по векселедателям, инвесторам, системам торговли и раскрытия информации.

Российский рынок 10 лет постепенно продвигается от серийных векселей к созданию полноценных коммерческих бумаг. Известны еврокоммерческие бумаги российских банков, выпускавшиеся в 1990-х годах. В 1999–2000 гг. не-

которые участники на ММВБ пытались создать рынок коммерческих бумаг как биржевой, основанный на серийно выпускаемых векселях. Хотя позиция регулятора не позволила реализовать проект, тем не менее стала очевидной возможность формирования такого рынка в рамках Женевской конвенции: торговля серийными векселями на бирже, учет прав на них в системе расчетного депозитария, дематериализация.

Текущее состояние и перспективы рынка коммерческих бумаг в России

В конце 1990-х годов корпоративный сектор (вслед за Сбербанком, Газпромом, Минфином) начал реализацию вексельных программ, стараясь придать им такие свойства, как серийность, размещение траншами, раскрытие информации, формируя тем самым особый сегмент российского долгового рынка ценных бумаг — рынок коммерческих бумаг на основе векселей. Потребность в ликвидности таких инструментов удовлетворена внебиржевыми вексельными Интернет-площадками (РВС-векселя — крупнейшая система, НКС, АКМ, «Мегабосс»). Однако говорить о создании рынка еще рано: если вексельные программы по большей части соответствуют признакам серийности и оптового объема, то принципы стандартности бумаг внутри траншей и полноценного раскрытия информации соблюдаются далеко не всегда.

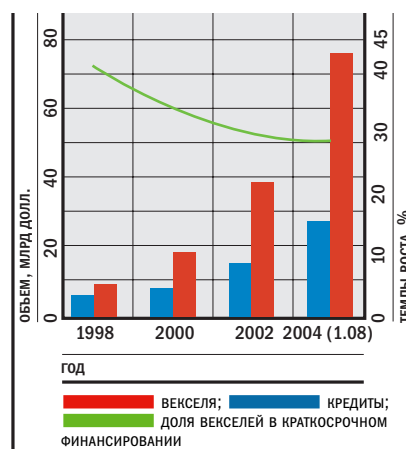
Несколько иначе рассматривает коммерческие бумаги регулятор — ФСФР России (проект закона «О коммерческих ценных бумагах» должен быть рассмотрен Государственной думой до конца 2004 г.). По замыслу ФСФР, коммерческие бумаги — разновидность корпоративных облигаций, объединяющая преимущества эмиссионных ценных бумаг и векселя, такие как отсутствие процедуры государственной регистрации и налога на операции с ценными бумагами, возможность дематериализации, серийность и обра-

щаемость на организованном рынке, публичный характер займа.

Рынок и регулятор идут навстречу друг другу. Поэтому возможно предположить, что события будут развиваться следующим образом:

- во внебиржевом сегменте — выдача коммерческих бумаг как серийных векселей, основанная на полноценном раскрытии информации со стороны заемщика, в объеме, достаточном для оценки его краткосрочного кредитного риска. Аналог — западные внебиржевые

ОБЪЕМ КРЕДИТОВ, ВЫДАННЫХ НЕФИНАНСОВОМУ СЕКТОРУ, И ОБЪЕМ НЕПОГАШЕННЫХ ВЕКСЕЛЕЙ, НАХОДЯЩИХСЯ В ОБРАЩЕНИИ НА КОНЕЦ СООТВЕТСТВУЮЩЕГО ПЕРИОДА



Источник: Экспертная оценка и расчеты по данным Бюллетеней банковской статистики ЦБР на соответствующий период (www.cbr.ru).

рынки коммерческих бумаг, темпы роста которых в 1990-е годы опережали наращивание рынков облигаций;

- выпуск коммерческих ценных бумаг как биржевых инструментов денежного рынка (аналогов бездокументарных облигаций) с облегченной процедурой государственной регистрации.

ГОД 2004-й: ПЕРВЫЙ ВЫПУСК КЛАССИЧЕСКИХ КОММЕРЧЕСКИХ БУМАГ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ

Традиционные коммерческие бумаги, какими они понимаются в международной практике, впервые появились на российском рынке летом-осенью 2004 г. В этот период были организованы краткосрочные займы с использованием серийных векселей, выдача которых сопровождается детальным раскрытием информации со стороны заемщика, в рамках среднесрочной программы коммерческих бумаг (векселедатель — крупная торгово-промышленная компания ОАО «Единая Европа Холдинг», организатор и домицилиат — ОАО «ИК «Еврофинансы»»). ■

СПРАВКА

ОАО «Инвестиционная компания «Еврофинансы»» создана в 1994 г. и является одним из старейших операторов фондового рынка России.

Компания предоставляет полный комплекс услуг в инвестиционном банкинге, управлении активами, корпоративном финансировании, брокерском обслуживании, депозитарной деятельности. С 2004 г. — финансовый консультант. Среди клиентов — ряд крупнейших непубличных компаний России. Известный организатор и андеррайтер на рынке корпоративных облигационных займов. Присутствует на всех основных площадках — ММВБ, РТС, РТС—СГК, Биржа «Санкт-Петербург», МФБ и на внебиржевом рынке. Известна инновационной деятельностью (стандарты по андеррайтингу, индексные портфели, классические коммерческие бумаги). Компании принадлежит благотворительный проект — крупнейшая в Рунете электронная библиотека по ценным бумагам и деривативам «Миркин.Ру».