

На российском рынке появились коммерческие бумаги

Коммерческие бумаги являются важным источником краткосрочного финансирования в корпоративном секторе на развитых рынках. По данным Банка международных расчетов (www.bis.org), доля коммерческих бумаг на зарубежных денежных рынках на конец первого полугодия 2004 г. составила - 69,6% (415 млрд. долл. США).

Для привлечения финансовых ресурсов на короткий срок российские компании, в основном, используют банковские кредиты, векселя и дружеские ссуды. Большинство компаний являются «закрытыми», поэтому банковский кредит - главный источник финансирования. Как следствие, бизнес зависит от узкой группы кредиторов, от их рисков, ликвидности, конфликтов интересов, что в условиях слабой капитализации банков, высокой доли у них проблемных активов приводит к экстремальной волатильности в источниках финансирования и в цене денег.

Векселя – второй по значимости источник финансирования. Недостатки векселя: репутация как инструмента, обслуживающего серый оборот; уровень прозрачности значительно ниже рынка облигаций и других эмиссионных бумаг; дополнительные транзакционные издержки на изготовление и проверку подлинности бланков векселей, на защиту от риска мошенничества; отсутствует практика публичного раскрытия информации.

Таким образом, на денежном рынке возникает свободная ниша между неликвидными банковскими кредитами, насыщенными конфликтами интересов, и выдаваемыми в рамках краткосрочных программ векселями, отличающимися информационными асимметриями и невозможностью полноценного управления кредитными рисками. Свободная финансовая ниша может быть заполнена коммерческими бумагами.

В международной практике коммерческие бумаги - разновидность крупнономинальных простых необеспеченных дисконтных векселей на предъявителя с 3-9 – месячными сроками обращения, выдаваемых траншами в рамках 2-3 – летних программ для размещения на внебиржевом рынке. «Commercial paper» - серийные векселя, предлагаемые публике (обычно институциональным инвесторам), выпускаемые крупными компаниями с высоким кредитным рейтингом, при раскрытии информации на уровне, адекватном облигационным займам.

Первые классические выпуски коммерческих бумаг осуществлены в России только в конце 2004 г., их инициатор – торгово-промышленная компания ОАО «Единая Европа Холдинг» (173-е место в списке Forbes крупнейших непубличных компаний России). Пионерный выпуск создал стандарты для запуска рынка коммерческих бумаг России, возможность следовать первому образцу по принципу «идти за лидером». Для иностранных инвесторов появляется возможность в будущем вкладывать средства в еврокоммерческие бумаги российских компаний. Основные преимущества коммерческих бумаг перед векселями: уровень раскрытия информации о рисках адекватен корпоративным облигациям и акциям; прозрачная программа выпуска и структура заимствования с горизонтом инвестирования в 2-3 года; лучшее управление рисками, ликвидностью и доходностью.

Пример конструирования программы коммерческих бумаг для ОАО «Единая Европа Холдинг» представлен в таблице 1.

Таблица 1

Потребности заемщика	Подходы к конструированию	Инструмент реализации
Оптимальная стоимость заимствований	Для удешевления стоимости заимствования на рынке важно правильно определить соответствие между доходностью коммерческих бумаг для инвесторов и финансовой надежностью заемщика	<ul style="list-style-type: none"> ● Продвижение на рынок ОАО «Единая Европа Холдинг» как компании с высокой финансовой устойчивостью ● Отказ от обеспечения (эмитент является финансово устойчивым) ● Размещение последующих траншей с небольшой задержкой относительно погашения предыдущих (отказ от рефинансирования траншей внутри программы коммерческих бумаг) ● Премия к рынку в цене заимствований в связи с отсутствием публичной кредитной истории эмитента
Быстрое привлечение денежных ресурсов	Для быстрого размещения и формирования ликвидного рынка, параметры программы коммерческих бумаг должны строиться на основе стандартных для рынка объемов, форм и способов размещения коммерческих бумаг	<ul style="list-style-type: none"> ● Стандартный для долгового рынка объем программы коммерческих бумаг – например, 300 - 500 млн. руб. ● Обычный для долгового рынка номинал (500 тыс. руб.) ● Использование услуг маркет-мейкера на вторичном рынке (торговые системы, в которых обращаются векселя – «РВС–Векселя», «НКС», «АКМ» и «Мегабосс»)
Прогнозируемость денежных потоков, связанных с размещением и обслуживанием займа	Четкое понимание заемщиком процесса поступления денежных средств по срокам и объемам, а также периодичности их погашения снижает риск его временной неплатежеспособности, снимает необходимость резервирования денежных средств для погашения коммерческих бумаг (в случае их неравномерного предъявления к оплате)	<ul style="list-style-type: none"> ● Выдача коммерческих бумаг, номинированных в рублях, с заранее зафиксированным размером дисконта и сроком их погашения ● Банками открыта кредитная линия для финансирования временных разрывов между платежами и поступлениями по коммерческим бумагам ● Синхронизация отдельных траншей и возврата денежных средств по ним с денежными потоками эмитента

Снижение процентного риска, структурирование горизонтов инвестирования	В условиях падения рыночных процентных ставок снижение процентного риска достигается как за счет установления плавающего процента на номинал коммерческой бумаги, так и за счет выдачи коммерческих бумаг разной срочности	<ul style="list-style-type: none"> ● Выдача коммерческих бумаг с различными сроками погашения – 3, 6 и 9 месяцев ● Выдача коммерческих бумаг несколькими траншами (объемом до 100 млн. руб. каждый) с определением доходности по каждому из них в отдельности
Раскрытие информации о рисках	Уровень раскрытия информации о заемщике адекватен корпоративным облигациям и акциям, что обеспечивает информационную прозрачность	<ul style="list-style-type: none"> ● Публичное раскрытие отчетности заемщика в тех же информационных системах, что и облигаций. ● Публикация информационного меморандума, включающего такие разделы, как: <ul style="list-style-type: none"> - основные параметры программы выпуска коммерческих бумаг - аналитическая и прогнозная характеристика деятельности заемщика - финансовый анализ деятельности эмитента - факторы риска, связанные с приобретением коммерческих бумаг

Коммерческие бумаги, отвечая целям краткосрочного финансирования заемщика, в части минимального количества транзакций, удешевления стоимости заимствований и высокого уровня прогнозируемости денежных потоков, интересны, прежде всего, среднему бизнесу с объемами активов около 10 млн. долларов США и выручкой 100-200 млн. долларов США. Выпуски коммерческих бумаг могут сформировать публичную кредитную историю для быстрорастущих средних компаний и заложить фундамент для привлечения денежных средств через облигации и IPO. Средний бизнес может эмитировать и еврокоммерческие бумаги, номинированные в иностранной валюте. Как показывает практика Латинской Америки, на такие финансовые инструменты есть спрос у западных инвесторов, ориентирующихся на рискованные и высокодоходные долговые портфели.

Авторы:

Миркин Я.М. – доктор экономических наук, профессор, зав. кафедрой ценных бумаг и финансового инжиниринга Финансовой Академии при Правительстве РФ

Ефимов М.В. – кандидат экономических наук, заместитель генерального директора ОАО ИК «Еврофинансы»

Вашакмадзе Т.Т. – магистр, аналитик отдела финансового инжиниринга ОАО ИК «Еврофинансы»