

Коммерческие бумаги – свободная ниша на российском денежном рынке

Миркин Я.М. – д.э.н., проф., зав. кафедрой ценных бумаг и финансового инжиниринга Финансовой Академии при Правительстве РФ

Воробьева З.А. – к.э.н., начальник отдела финансового инжиниринга ОАО ИК «Еврофинансы»

Тормозова Т.В. – к.э.н., заместитель начальника отдела финансового инжиниринга ОАО ИК «Еврофинансы»

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).

Большинство российских компаний являются непубличными, находящимися под контролем нескольких акционеров, 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.

Второе по значимости место в источниках финансирования российского бизнеса прочно занимает вексель. В 2000 – 2004 гг. (на конец года) объем только банковских векселей в обращении вырос почти в 3 раза (с 6,2 до 18,2 млрд. долл.), при этом масса векселей в экономике на конец 2004 г., по оценке, составляет более 30 млрд. долл. Для сравнения: объем корпоративных облигаций в обращении – не более 10 млрд. долл. Оборот по векселям, как и по корпоративным облигациям, доходит до 2 – 3 млрд. долл. в месяц.

Проблемы вексельного финансирования: меньшая ликвидность и большие риски вексельного рынка, плохая репутация векселя, как инструмента, обслуживающего серый оборот, информационная непрозрачность и, как следствие, невозможность для инвестора оценивать свои риски, высокие транзакционные издержки на изготовление и проверку подлинности бланков векселей, на защиту от риска мошенничества.

Как следствие, на денежном рынке России возникала **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 будет 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)**. Этот выпуск создал стандарты для запуска рынка коммерческих бумаг России и возможность следовать примеру заемщика 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 представлен в таблице.

Потребности заемщика	Подходы к конструированию	Инструмент реализации
Оптимальная стоимость заимствований	<p>Цель максимальный учет интересов как инвесторов, так и заемщика одновременно)</p> <p>Решение Полная адекватность доходности коммерческих бумаг финансовой надежности заемщика</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● Продвижение на рынок векселедателя 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	<p>Цель Быстрое размещение, ликвидный вторичный рынок</p> <p>Решение Использование стандартных для рынка объемов, форм и способов размещения коммерческих бумаг</p>	<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	<p>Цель Четкое понимание заемщиком процесса размещения и погашения бумаг, в т.ч. для планирования денежных потоков</p> <p>Решение Адекватность денежных потоков по вексельной программе основной деятельности заемщика Дополнительные меры смягчения временных разрывов</p>	<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	<p>Цель Снижение процентного риска при падении рыночных ставок</p> <p>Решение Применение плавающих ставок, а также выдача коммерческих бумаг разной срочности</p>	<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	<p>Цель Снижение рисков за счет информационной прозрачности</p> <p>Решение Уровень раскрытия информации о заемщике адекватен корпоративным облигациям и акциям</p>	<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.

Будущее коммерческих бумаг в России:

-для средних компаний - классические коммерческие бумаги в виде вексельных займов, сопровождаемых раскрытием информации со стороны заемщика, в объеме, достаточном для оценки его кредитного риска;

-для крупного бизнеса - коммерческие ценные бумаги как биржевые краткосрочные инструменты (аналоги бездокументарных облигаций) с облегченной процедурой государственной регистрации (идея, продвигаемая ФСФР).

Сравнительная характеристика «классических» и «ценных» коммерческих бумаг

Характеристики	Классические коммерческие бумаги	Коммерческие ценные бумаги, предлагаемые ФСФР
Определение	Разновидность простого финансового векселя, цель выдачи которого состоит в привлечении денежных ресурсов. ¹ Стандартные серийные векселя (commercial paper)	Разновидность краткосрочных облигаций с упрощенной процедурой регистрации, цель выдачи которых состоит в публичном привлечении денежных ресурсов
Регулирование	Вексельное право. Защита прав по векселю со стороны государства.	Регулятор - ФСФР (при отсутствии требований государственной регистрации и надзоре фондовой биржи)
Раскрытие информации для управления рисками	В объеме, установленном для эмиссионных ценных бумаг	В объеме, установленном для эмиссионных ценных бумаг
Порядок выдачи	Выдаются в рамках 2-3 летних программ, структурированных по времени выдачи и погашения, траншам, доходности, рискам	Размещаются отдельными выпусками
Первичное размещение	Внебиржевое размещение через эмиссионный синдикат или напрямую инвесторам	Через биржевые торги и эмиссионный синдикат
Эмитенты	Компании, отличающиеся хорошим финансовым положением, готовые выполнять весь объем требований по раскрытию необходимой для оценки кредитного риска информации	Компании, чьи акции прошли процедуру листинга на организованных торговых площадках
Обращение	Торгуются преимущественно на внебиржевом рынке, период обращения отдельных траншей 3 мес. – 1 год, программы – 2-3 года.	Электронный аукцион на торговой площадке, период обращения не более 9 мес.
Транзакционные издержки	Ниже чем при выпуске облигаций	Ниже чем при выпуске облигаций

Прогноз рынка коммерческих бумаг: аргументы «за» и «против

К созданию рынка коммерческих бумаг в России подталкивают такие факторы, как:

¹ Там же

- ⇒ долговой характер российского финансового рынка и крупнооптовая структура собственности (рост спроса на долговые продукты в сравнении с акциями);
- ⇒ неизбежное усиление тенденции секьюритизации долгов российских компаний, на фоне отсутствия на российском финансовом рынке сегмента секьюритизированного краткосрочного долга;
- ⇒ спрос банков на трансформацию части банковского кредита в секьюритизированный (ликвидный) краткосрочный долг, на создание денежного рынка такого долга, обеспечивающего адекватное рискам раскрытие информации о предприятиях – дебиторах;
- ⇒ острая потребность в минимизации регулятивных издержек

В то же время сдерживающими развитие рынка коммерческих бумаг факторами выступают:

- ⇒ будущая модель финансирования крупных российских корпораций за рубежом (на основе депозитарных расписок, еврооблигаций и синдикационных займов)
- ⇒ необходимость реструктурирования средних предприятий для вывода их на публичный рынок (сейчас они в большинстве являются непрозрачным и раздробленным бизнесом, настроенным – вместо роста капитализации – на снижение налогов).

Аргументы «за» и «против» рынка коммерческих бумаг в целом подтверждают сделанный ранее вывод о том, что развитие рынка коммерческих бумаг продолжится при параллельном существовании нескольких сегментов:

- ⇒ внебиржевой сегмент (классические коммерческие бумаги) – для среднего бизнеса
- ⇒ биржевой сегмент (биржевые облигации) – для крупных компаний, занимающих на организованных рублевых рынках в дополнение к валютным источникам
- ⇒ еврокоммерческие бумаги – для крупных компаний, создающих свой продуктовый ряд на западных финансовых рынках (депозитарные расписки / евроакции – еврооблигации – синдикационные займы - еврокоммерческие бумаги).