

СОДЕРЖАНИЕ

<i>Введение</i>	3
<i>Глава I:</i> Основные понятия и определения современного вексельного рынка.....	5
§1. Правовое регулирование вексельного рынка.....	5
§2. Классификация и виды векселей.....	11
§3. Вексель как средство расчетов и инструмент кредитования.....	15
<i>Глава II:</i> Основные виды операций с векселями на отечественном рынке ценных бумаг.....	26
§1. Операции кредитных организаций с векселями.....	26
§2. Операции предприятий с векселями.....	35
§3. Автоматизация операций с векселями.....	54
<i>Глава III:</i> Современное состояние и прогноз вексельного рынка.....	63
§1. Структура и объем рынка.....	63
§2. Проблемы вексельного рынка.....	66
§3. Прогноз развития вексельного рынка.....	70
<i>Заключение</i>	77
Список используемой литературы.....	81
Приложения.....	84

Введение

Как универсальный финансовый инструмент с многовековой историей вексель широко применяется во всем мире.

Им можно оформить разнообразные кредитные обязательства: оплатить приобретенные товар или услуги, предоставленные на условиях коммерческого кредита, вернуть полученную ссуду или выдать кредит и т.п.

Как ценную бумагу вексель можно купить или продать; или, напротив, с помощью векселя как расчетного инструмента произвести куплю-продажу, что значительно расширяет границы его применения, представляет одно из отличий от других ценных бумаг.

Так как одним и тем же векселем можно в процессе оборота погасить несколько денежных обязательств, по сумме превышающих номинал этой ценной бумаги иногда в несколько раз, вексель становится не только инструментом кредита, но и часто используемым, удобным расчетным средством.

Исходя из актуальности темы, целью дипломной работы является исследование ряда теоретических и практических вопросов, связанных с формированием рынка векселей и проблем его развития в России.

Цель работы предопределила постановку и решение следующих задач:

- рассмотрение некоторых вопросов правового регулирования вексельного рынка, влияющих на экономику страны;
- дать экономическую и юридическую классификацию векселей;
- определение основных операций, проводимых коммерческими организациями и предприятиями с векселями;
- сравнение преимуществ и недостатков векселей перед облигациями;

- определение структуры и объема вексельного рынка;
- рассмотреть основные проблемы вексельного рынка;
- дать прогноз развития российского вексельного рынка.

На протяжении последних лет, как в научных, так и в финансовых кругах активно обсуждаются вопросы формирования и развития вексельного обращения. В России не только проводятся научные исследования в этой области, но даже идет сотрудничество с другими государствами по данной проблематике. В России также много издано монографий, исследующих вопросы будущего развития векселей.

При работе над дипломным проектом были использованы труды современных отечественных авторов, периодической литература, отдельные аналитические материалы, посвященные частным вопросам развития рынка векселей.

Также была рассмотрена статистическая и нормативно-правовая документация по России периода 2000-2002 гг., касающаяся процессов развития и регулирования вексельного обращения.

Глава I: Основные понятия и определения современного вексельного рынка

§1. Правовое регулирование вексельного рынка.

Сила векселя всегда поддерживалась материальной и процессуальной строгостью. Выделение вексельного права из торгового и гражданского права, его обособленное развитие было обусловлено подчинением нормам особых европейских купеческих обычаев (узансов), сведенных к законодательным нормам во времена позднего средневековья. Эти обычаи до сих пор регулируют ряд вопросов, не отраженных в законодательстве.

Наиболее существенным обстоятельством, препятствующим развитию вексельного обращения в России, явилось полное отсутствие традиций вексельного оборота. Таких традиций было чрезвычайно мало как в дореволюционной, так и в «нэповской» России. Они были заимствованы из европейской практики¹. Дореволюционная Россия знала три вексельных устава. Это уставы от 1729, 1832 и 1902 годов. Во введении к первому российскому Вексельному уставу 1729 года подчеркивалось, что векселя в России находятся "не в таком почтении, как в прочих европейских владениях". Этот Устав представлял собой результат пересадки на российскую почву институтов европейского вексельного права, то есть являлся родоначальником традиции копирования Россией иностранных вексельных законов. Впоследствии это обстоятельство способствовало присоединению России к международным конвенциям о векселях (Гаагской, 1912 года и Женевской, 1930 г.)².

¹Березина М.П. Безналичные расчеты в экономике. М.: Финансовая Академия, 1997. С.94-102

²Петров Ю., Пиорунский Д. Вексельное обращение: практика без теории// Российский экономический журнал. 2000.№3. с. 34

В годы "военного коммунизма" вексельное право в России было ликвидировано, а затем вновь возникло в годы НЭПа в виде «Положения о векселе» от 20 марта 1922 г., составленного на основе Устава о векселях (1902 г.) В ходе кредитной реформы 1930— 1932 гг. внутреннее вексельное обращение и его правовые основы были ликвидированы. Векселя стали использовать лишь во внешнеторговых расчетах.

В 1930 г. на международной конференции в Женеве были заключены три конвенции:

- «Конвенция о Единообразном законе о переводном и простом векселе»;
- «Конвенция о гербовом сборе в отношении переводных и простых векселей»;
- «Конвенция, имеющая целью разрешение некоторых коллизий законов о переводных и простых векселях»;

В настоящее время существуют две основные системы вексельного права. Это Женевская конвенция и Англо-американская. Государства, придерживающиеся англо-американской системы права (Великобритания, США, Канада, Австралия и др.), ввели вексельное законодательство, отличающееся в ряде моментов от положений женевских конвенций. К примеру, вексель по англо-американской системе будет полностью недействительным, если на нем окажется хотя бы один поддельный индоссамент (английский закон о переводных векселях 1882 г)³. Кроме того, существует группа стран, где национальные вексельные законы имеют заметные отличия, как от женевской, так и англо-американской систем. Однако в законах всех стран содержатся фундаментальные положения, позволяющие говорить о существовании вексельного права.

³ Вишневский А.А. Вексельное право. М.: Юристъ, 1996.

Сегодня в Российской Федерации отношения, связанные с обращением векселей, регулируются Законом РФ от 11 марта 1997 г. «О переводном и простом векселе» и Постановлением ЦИК и СНК СССР от 7 августа 1937 г. «О введении в действие Положения о переводном и простом векселе». Эти российские нормативные акты должны применяться в соответствии с вексельными конвенциями 1930 г., участницей которых является Россия как правопреемница бывшего СССР.

Отношение сторон по векселю регулируются, в первую очередь, нормами специального вексельного законодательства. Однако в случае отсутствия специальных норм в вексельном законодательстве к таким сделкам, с учетом их особенностей, применяются общие нормы гражданского законодательства о сделках и обязательствах (ст. 153-181, 307-419 Гражданского Кодекса РФ).

Вместе с тем российское вексельное законодательство продолжает вызывать множество весьма непростых вопросов в правоприменительной практике.

Некоторые такие вопросы были решены в совместном постановлении пленумов Верховного суда РФ и Высшего арбитражного суда РФ от 4 декабря 2000 г. №33/14 «О некоторых вопросах практики рассмотрения споров, связанных с обращением векселей».

Статья 143 ГК относит вексель к числу ценных бумаг. Ценной бумагой является документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении. Поскольку ст. 4 Закона «О переводном и простом векселе» допускает возможность составления простого и переводного векселя только на бумаге, вексель не может быть оформлен на других

носителях. Поэтому к обязательству, которое по тексту названо вексельным, но не зафиксировано на бумажном носителе, не могут быть применены нормы вексельного права. Этим определен строго формальный характер ценной бумаги вообще и векселя в частности.

Перечень обязательных реквизитов переводного и простого векселя установлен, соответственно, в ст.1, 75 Положения о переводном и простом векселе. Отсутствие большинства этих реквизитов лишает документ силы векселя, то есть к нему не могут применяться нормы вексельного законодательства.

Согласно ст. 5 Положения, проценты на сумму векселя, содержащего формулировку сроком платежа «по предъявлении» или «во столько-то времени от предъявления» начинают начисляться со дня составления векселя, если в самом векселе не указана другая дата. Следует иметь в виду, что указанием другой даты должна считаться как прямая оговорка типа «проценты начисляются с такого-то числа», так и дата наступления минимального срока предъявления к платежу векселя сроком «по предъявлении, но не ранее» (в соответствии с ч.2 ст.34 Положения). Начисление процентов на сумму векселя со сроком платежа «по предъявлении» заканчивается в момент предъявления векселя к платежу, но не позднее момента истечения срока, установленного ч.1 ст. 34 Положения. Начисление процентов на сумму векселя со сроком платежа во столько-то времени от предъявления заканчивается в момент предъявления векселя для проставления датированной отметки о предъявлении, но не позднее чем в момент истечения срока, установленного статьей 23 Положения.

Как следует из части 2 ст.16 Положения, если кто-либо лишился владения векселем в силу какого бы то ни было события, то лицо, у которого вексель

находится и которое обосновывает свое право порядком, указанным в части 1 ст.16 Положения (т.е. законный векселедержатель), обязано отдать вексель лишь в том случае, когда оно приобрело его недобросовестно или, приобретая его, совершило грубую неосторожность.

Лицо, являвшееся владельцем векселя и утратившее его в силу какого-либо события, т.е. обстоятельства, имевшего место помимо воли заявителя, вправе заявить исковое требование о возврате векселя.

Приобретатель считается недобросовестным, если он до или в момент приобретения знал о том, что вексель выбыл из владения собственника либо лица, уполномоченного распоряжаться векселем, помимо их воли. Грубая неосторожность приобретателя имеет место в том случае, когда приобретатель в силу сложившихся условий оборота должен был знать о факте выбытия векселя из владения собственника либо, лица, уполномоченного распоряжаться векселем, помимо их воли (в частности, если вексель был приобретен после опубликования собственником в печати информации об утрате либо краже векселя, о чем приобретатель векселя по обстоятельствам дела не мог не знать).

Недобросовестность и грубая неосторожность приобретателя доказываются лицом, предъявившим требование об изъятии векселя.

Важное значение имеет указание Постановления №33/14 о том, что недействительность сделок, на основании которых был выдан или передан вексель, не влечет его недействительности как ценной бумаги и не прерывает ряд индоссаментов (п.13).

Статья 3 Закона 48-ФЗ прямо ссылается на ст. 48 и 49 Положения. Векселедержатель может требовать от того, к кому он предъявляет иск, уплаты

процентов и пени на вексельную сумму. Проценты и пеня, указанные в статьях, выплачиваются в размере учетной ставки, установленной ЦБ РФ.

При требовании векселедержателем на основании п.п. 2 п. 48 Положения уплаты процентов и пени на вексельную сумму следует исходить из того, что указанные проценты и пеня начисляются со дня, следующего за днем платежа, и по день, когда векселедержатель получил платеж либо от лица, к которому им был предъявлен иск, либо от иного обязательного по векселю лица, независимо от того, было ли вынесено ранее судебное решение о взыскании этих сумм.

Помимо процентов и пени векселедержатель вправе требовать возмещения убытков в размере ущерба, причиненного задержкой платежа, в части, превышающей суммы, взыскиваемые по перечисленным в п.48 Положения основаниям.

Пунктом 3 ст.48 Положения предусматривается возможность взыскания издержек при неисполнении вексельного обязательства. К указанным суммам относятся: издержки по протесту, издержки по направлению извещения, судебные издержки (ст. 79 ГПК, ст. 89 АПК РФ) и другие прямые денежные расходы кредитора, которые он понес в связи с неисполнением вексельного обязательства при документальном подтверждении понесенных расходов.

Много нерешенных вопросов в действующем законодательстве относится к регулированию выдачи и передачи, акцепту и платежу, протесту векселей. Решение таких вопросов необходимо отражать в нормативных актах, принимаемых по вексельному обращению. Само же вексельное обращение требует активного и постоянного внимания государства.

§2. Классификация векселя и его виды

Вексель – это безусловное письменное обязательство векселедателя уплатить в определенный срок, в определенном месте сумму денег, указанную в векселе, владельцу векселя (векселедержателю). Вексель выступает сложным инструментом, способным выполнять функцию кредитования и средства расчетов. Вексель сам может быть объектом различных сделок (см. ниже).

Рассмотрим основные черты векселя:

- абстрактный характер обязательства, выраженного векселем (текст векселя не должен содержать ссылки на сделку, являющуюся основанием выдачи векселя соответственно невыполнение обязательств по основной сделке не может приводить к невыполнению обязательств по векселю);

- беспорный характер обязательства по векселю (в случае требования об оплате векселя лицо, обязанное по векселю, не вправе отказаться от исполнения или оспорить обязательство);

- безусловный характер обязательства по векселю (вексель содержит простое ничем не обусловленное предложение или обещание уплатить определенную сумму, и поэтому попытки оговорить платеж наступлением каких-либо условий не имеют юридической силы). Вместе с тем международная практика знает другие варианты, сохраняющие безусловный характер векселя в случаях, если указаны источник платежа по векселю, его обеспечение, сделаны ссылки на заключенные договоры, из которых возник вексель, и т. п.

- вексель — это всегда денежное обязательство (не может считаться вексель как обязательство, по которому уплата долга совершается товаром, оказанием услуг и т.п.);

- вексель — это всегда письменный документ (выпуск векселя в безналичной форме невозможен в Российской Федерации);

- вексель — это документ, имеющий строго установленные обязательные реквизиты. Отсутствие хотя бы одного из них приводит к непризнанию документа в качестве векселя. Выводит данный документ из сферы действия вексельного законодательства и соответствующих ему процедур взыскания задолженности.

- лица, обязанные по векселю, несут солидарную ответственность (при неисполнении обязательства основным должником кредитор-векселедержатель может обратиться за взысканием к любому из прежних держателей векселя, который в свою очередь при погашении им векселя приобретает право требования вексельной суммы у любого из лиц, проходивших по индоссаменту).

Закон определяет два вида векселя:

- Простой вексель представляет собой документ, содержащий простое и ничем не обусловленное обязательство векселедателя (должника) уплатить определенную сумму денег в определенный срок и в определенном месте владельцу векселя или его приказу. Этот документ попадает, при условии соблюдения правил составления, под действия вексельного права с его материальными и процессуальными особенностями.

- В переводном векселе векселедатель (трассант) предлагает произвести платеж векселеприобретателю (ремитенту), третьему лицу (трассату). Трассат не несет никакой ответственности по векселю до его принятия (акцепта), после чего он становится главным должником, а за трассантом остается гарантийная функция.

Отличие простого векселя от прочих долговых денежных обязательств состоит в том, что:

- 1) вексель может быть передаваем из рук в руки по передаточной надписи;
- 2) ответственность по векселю для участвующих в нем лиц является солидарной, за исключением лиц, совершивших безоборотную надпись;
- 3) в соответствии с Женевским законом отказ плательщика в оплате векселя в установленный срок должен быть удостоверен протестом в неплатеже. Однако протест не является необходимым для сохранения держателем права регресса против акцептанта или векселедателя;
- 4) содержание векселя точно установлено законом, и другие условия считаются ненаписанными;
- 5) вексель является абстрактным документом.

Главное отличие переводного векселя от простого заключается в том, что он предназначен для перевода, перемещения ценностей из распоряжения одного лица в распоряжение другого. Выдать (трассировать) переводный вексель, – значит, принять на себя обязательство гарантии акцепта и платежа по нему. Следовательно, трассировать на другого возможно лишь в том случае, если трассант (векселедатель) имеет у трассата (плательщика) в своем распоряжении ценность не менее суммы трассируемого векселя. Обязательство трассанта здесь условно: он обязуется заплатить вексельную сумму, если плательщик (трассат) не заплатит ее. Необходимость выполнения трассантом такого обязательства возникает в случае, когда трассат не акцептовал и не заплатил по векселю, или акцептовал и не заплатил. В последнем случае трассат приравнивается к векселедателю простого векселя. В данном случае необходимо совершение протеста в неплатеже.

Векселедержатель переводного векселя должен своевременно предъявить последний к принятию (акцепту) и платежу, т.к. в противном случае невыполнение этих условий может быть отнесено к его собственной вине. В случаях с простыми векселями их предъявление плательщику для акцепта не требуется, т.к. с самого начала возникновения векселя имеется на лицо прямой должник. По переводному векселю такой прямой должник выступает с момента акцепта векселя плательщиком. До этого момента имеется налицо лишь условный должник (трассант).

Помимо юридических признаков, вытекающих из закона, существует экономическая классификация векселя:

- Бронзовые векселя (подложные) возникают в затруднительном финансовом положении "кредитора" или при проведении им мошеннической операции. Цель бронзового векселя — либо получение под него (залог, учет) денег в банке, либо использование фальшивого документа для погашения долгов реальным товарным сделкам или финансовым обязательствам.

- Дружеские векселя. Обычно дружеские векселя (на равные суммы, сроки и т.п.) выдают друг другу два реальных лица, находящихся в доверительных отношениях, для того, чтобы затем учесть в банке или отдать вексель в залог, получив под него реальные деньги или чтобы использовать его для совершения платежей. Дружеские векселя обычно выписываются лицами, находящимися в затруднительном финансовом положении.

- Товарный вексель – это вексель, возникающий в результате осуществление товарной сделки. В этом качестве вексель, с одной стороны, может выступать как инструмент кредитования, с другой – выполнять функции расчетного средства,

многократно.

- Финансовый вексель - вексель, возникающий в результате займа.

Разновидностью финансовых векселей являются "коммерческие бумаги" — простые или переводные векселя с большими номиналами, размещаемые сериями. Могут выпускаться как финансовыми, так и нефинансовыми компаниями, имеющими хорошую репутацию.

В международной практике под ними обычно понимаются краткосрочные (до года) векселя, выдаваемые сериями на стандартных условиях для публичного привлечения займы денежных сумм. Рынок коммерческих бумаг не регулируется или слабо регулируется государством, благодаря чему используется для пополнения оборотных средств как реальными, так и финансовыми секторами экономики. Он строится на основе саморегулирования на базе добровольного раскрытия информации⁴.

§3. Вексель как средство расчетов и инструмент кредитования.

Одним и тем же векселем можно в процессе оборота погасить несколько денежных обязательств, по сумме превышающих номинал этой ценной бумаги иногда в несколько раз. Вексель тогда становится средством расчетов.

Расчетные свойства превращают вексель в суррогат денег. Термин «суррогат» (заменитель) отнюдь не умаляет его достоинства, а наоборот, подчеркивает универсальность.

С точки зрения способа передачи прав вексель превращается в подобие предъявительской ценной бумаги, что позволяет передавать его простым вру-

⁴ Макеев А.В. России необходим организованный вексельный рынок // РЦБ. 2002. №13. С. 27

чением. Это приближает его к деньгам наличным. Тем более что и вексель и банкнота относятся к разновидностям кредитных денег. Кроме того, билет эмиссионного банка исторически происходит именно от векселя.

Сначала вексель имел достаточно ограниченный оборот из-за недостатка информации о финансовом состоянии участников вексельного процесса, что было преодолено благодаря использованию банковского акцепта векселей — согласию известного банка оплатить выставленный на него предприятием переводной вексель. Еще более расширили границы оборота переучет и выпуск крупными известными коммерческими банками собственных векселей — банкнот — взамен и под обеспечение учтенных векселей предприятий с дополнительной собственной гарантией. Позднее эмиссия банкнот стала монополией только банка первого уровня.

До настоящего времени наличные деньги — билеты эмиссионного банка — по форме представляют собой переводный вексель центрального банка-эмитента, трассированный на любого резидента страны.

С точки зрения надежности эмитентов давно зарекомендовали себя векселя Сбербанка, которые стали уже своеобразным средством расчетов для операторов вексельного рынка.

Рассмотрим расчетную функцию на примере векселей Сбербанка РФ⁵. Сбербанк России предлагает юридическим и физическим лицам универсальный и надежный финансово-расчетный инструмент – простой вексель.

Банк выпускает простые процентные и дисконтные векселя, номинированные в рублях, в долларах США и евро.

⁵ www.cbrf.ru

Вексель Сбербанка России может служить его владельцу для:

- получения дохода, выплачиваемого Банком при наступлении срока платежа по векселю;
- быстрого и удобного расчета со своими контрагентами и партнерами за товары, работы и услуги;
- передачи Банку и его филиалам, а также другим коммерческим банкам в качестве высоколиквидного средства обеспечения получаемого кредита.

Векселя Сбербанка России выдаются и принимаются к оплате в любом регионе Российской Федерации - всеми филиалами Банка (территориальными банками и отделениями Банка), а также уполномоченными дополнительными офисами.

Векселя Сбербанка России выписываются на бланках, имеющих высокую степень защиты от подделки и отпечатанных на МПФ ГОЗНАК.

Сбербанк выдает следующие виды простых векселей:

- процентный вексель с номиналом в рублях, долларах США и евро;
- дисконтный вексель с номиналом в рублях, долларах США и евро;

Сбербанк выдает процентные векселя со следующими сроками платежа:

- "по предъявлении, но не ранее определенной даты и не позднее определенной даты";
- "по предъявлении, но не ранее определенной даты".

Сбербанк выдает дисконтные векселя со следующими сроками платежа:

- "на определенный день";
- "по предъявлении, но не ранее определенной даты";
- "через один день от предъявления";

•"по предъявлении".

Приобретателями векселей Банка могут быть - как юридические, так и физические лица, в том числе предприниматели без образования юридического лица.

При предъявлении векселя к оплате в срок погашения доход выплачивается:

- по процентному векселю - в виде процентов, начисляемых на вексельную сумму;
- по дисконтному векселю - в виде разницы между номинальной вексельной суммой и ценой продажи векселя.

Банк может принять вексель к досрочной оплате - оплатить до наступления срока платежа по векселю.

Досрочная оплата векселя производится на основании Соглашения о досрочной оплате.

При предъявлении векселя к досрочной оплате вексельная сумма дисконтируется на условиях, установленных Банком.

Векселя Сбербанка России могут быть предъявлены к эквивалентному обмену на несколько векселей меньшего номинала (либо несколько векселей можно обменять на вексель большего номинала).

При этом:

- рублевые векселя могут быть разменяны только на рублевые векселя;
- валютные векселя могут быть разменяны только на валютные векселя;
- операции размена производятся при наступлении срока платежа по векселю. До наступления срока платежа по векселю подлежат обмену только векселя с нулевым дисконтом.

Банк принимает к досрочной оплате (размену) только те векселя, последний индоссамент на которых бланковый, на предъявителя или оформлен на Банк.

Банк предоставляет клиентам платные услуги, связанные с подтверждением факта выдачи векселя и его оплаты. Указанные справки могут быть выданы векселедержателю любым филиалом Банка, совершающим операции с векселями, независимо от места выдачи векселя.

Справка о факте выдачи удостоверяет только сам факт выдачи Банком векселя с определенными реквизитами и не является заключением о подлинности векселя.

Сбербанк России также предлагает конвертируемый вексель.

Данный вексель номинирован в долларах США и содержит оговорку платежа в рублях Российской Федерации.

Первый векселедержатель приобретает вексель за рубли Российской Федерации. Вексель может быть приобретен как физическими, так и юридическими лицами и предпринимателями без образования юридического лица. Денежные средства за приобретаемый вексель перечисляются юридическими лицами со своих рублевых счетов. Физические лица и предпринимателя могут перечислить денежные средства со своего счета или внести их наличными.

Доход по конвертируемому векселю Сбербанка России может быть в форме процентов или дисконта.

Преимуществом данного векселя является то, что он позволяет защитить рублевые средства от обесценения. Особенно интересен этот вексель для юридических лиц, не имеющих возможности в соответствии с действующим валютным законодательством конвертировать имеющиеся рублевые денежные

средства в доллары США. Доход, полученный ими при вложении рублевых средств в конвертируемый вексель, превысит темп роста курса доллара на величину процентной ставки дохода, предложенной Сбербанком России по указанному векселю.

Кроме того, вексель, не содержащий оговорки эффективного платежа и места платежа в Российской Федерации, не является валютной ценностью, и режим валютных операций не распространяется на сделки между резидентами, связанные с такими векселями. Поэтому конвертируемые векселя, в отличие от валютных ценностей, могут служить инструментом расчетов для физических лиц. Данный банковский продукт позволяет проводить расчеты с контрагентами (юридическими и физическими лицами, резидентами и нерезидентами) за товары, работы, услуги без специального разрешения Банка России.

С приобретателей конвертируемых векселей не удерживается налог на покупку иностранных денежных знаков.

Этот финансовый инструмент реализуется:

- для юридических лиц на срок до полутора лет;
- для физических лиц на срок до двух лет.

Оплатить конвертируемые векселя можно во всех филиалах Сбербанка России, совершающих операции с векселями банка.

В настоящее время субъекты хозяйствования испытывают большую потребность в различных финансовых инструментах, это не только ценные бумаги для инвестиций с целью извлечения дохода и хранения свободных денежных средств, но и финансовые инструменты, которые могут использоваться в качестве «денежных суррогатов». В качестве распространенных ситуаций,

иллюстрирующих вышесказанное, являются: выдача вексельных кредитов; заключение договоров купли-продажи векселей.

Недостаток оборотных средств у предприятия для расчетов с поставщиками и другими контрагентами обуславливает необходимость учета векселей в банке. Хотя эти операции трудно назвать учетными в классическом смысле, учитывая, что они не получили полноценного развития в российских банках.

История этого механизма достаточно стара. Все началось несколько лет назад, когда появилось Положение Банка России №65-П об учете векселей предприятий. Его появление было обусловлено необходимостью стимулирования притока в страну валютной выручки. Однако к такому механизму рефинансирования резко отрицательно отнесся МВФ, считая, что Центральный Банк не должен заниматься созданием механизмов, находящихся вне современных методов и способов поведения денежно-кредитной политики⁶. В результате заложенные в Положении №65-П меры не были реализованы.

Тем не менее ЦБ РФ не оставил мысли вернуться к подобным схемам. Итогом работы ЦБР стало Положение №122-П, предусматривающее, в частности такой механизм рефинансирования, как кредитование коммерческих банков под залог векселей их клиентов-предприятий.

При этом уже не делается никакого выбора в части отраслевой принадлежности этих предприятий, основой является кредитоспособность заемщика. В этом смысле возражения МВФ должны быть сняты, хотя, конечно на Западе уже и эти механизмы не используются. Скажем, ЕЦБ при предоставлении

⁶ Макеев А.В. Система рефинансирования коммерческих банков под залог векселей промышленных предприятий – второе рождение // РЦБ. 2001. №6. С.142-144

кредитов при рефинансировании использует аукционы. Это единственный механизм, действующий в зоне евро⁷.

В данном случае вексель служит всего лишь способом обеспечения возврата кредита. От предприятия не требуется в каждом случае глубоко вникать в специфику вексельного рынка. Правильность составления векселя контролирует коммерческий банк, при необходимости с участием АУВЕР. От предприятия требуется, прежде всего, грамотная работа в области своего производства, его финансового обеспечения и т.д.

ЦБ РФ, выпустив Положение №122-П, урегулировал свои отношения с коммерческим банком как залогодателем. Но возникает другой вопрос: а какие должны быть отношения между предприятием и коммерческим банком? На основании какого договора передается коммерческому банку вексель? Этот вопрос пока открыт.

Что представляет в данном случае вексель? Если этот вексель – инструмент обеспечения, то возникает вопрос: может ли он передаваться? Здесь надо учитывать нормы закона о залоге.

Проблема состоит в том, что должен быть проработан механизм сделки «предприятие – коммерческий банк» с правовой точки зрения, при этом необходимо принять во внимание вопросы налогообложения, бухгалтерского учета, чтобы предприятие могло уменьшить налогооблагаемую базу на процент, уплаченный банку.

Указаниями №842-У ЦБР предусмотрено, что кредитование коммерческих банков под залог векселей промышленных предприятий будет осуществляться по

⁷ Макеев А.В. Система рефинансирования коммерческих банков под залог векселей промышленных предприятий – второе рождение // РЦБ. 2001. №6. С.142-144

ставке, равной половине ставки рефинансирования ЦБР. Надо сказать, когда появилось Указание №842-У, величина процентной ставки была явно завышена⁸. Некоторые банки обладали более дешевыми ресурсами, и им неинтересно было привлекать кредитные ресурсы по таким ставкам.

Это – одна из причин, почему пилотный проект, к реализации которого Банк России приступил в Санкт-Петербурге, движется не так быстро, как хотелось бы. Конечно, ситуация меняется и, наверное, для многих банков такая цена кредита ЦБР уже может быть приемлема. Однако представляется, что разумной величиной стала бы цена кредита в размере 0,3-0,4 ставки рефинансирования⁹.

Несмотря на это, петербургские банки выразили интерес к обработке этого механизма с целью его практического применения в будущем. Сейчас пилотный проект находится на стадии работы с клиентурой, отвечающей требованиям, предъявляемым Центральным Банком России к кредитоспособности.

Конечно, уже есть банки и предприятия, близкие к реализации этого механизма. Помимо банков Санкт-Петербурга к проекту проявляют интерес и некоторые московские банки, работающие с векселями Газпрома. В АУВЕР обращалось несколько банков за консультациями по вопросу возможности обращения к Центральному Банку России с просьбой распространить эксперимент и на территорию Москвы.

Следует упомянуть и некоторые частные особенности, которые задерживают реализацию пилотного проекта в полном объеме. Одна проблема связана с

⁸ Макеев А.В. Система рефинансирования коммерческих банков под залог векселей промышленных предприятий – второе рождение // РЦБ. 2001. №6. С.142-144

⁹ Макеев А.В. Система рефинансирования коммерческих банков под залог векселей промышленных предприятий – второе рождение // РЦБ. 2001. №6. С.142-144

оговоркой «валюта в залог» на принимаемом в залог векселе. Дело в том, что Положением №122-П предусмотрено, что векселя, передаваемые в залог, в обязательном порядке должны иметь в индоссаменте эту оговорку. С точки зрения АУВЕР, «ЦБР сам поставил себя в худшее положение, поскольку эта оговорка защищает интересы, прежде всего залогодателя».

В результате Центральный Банк России в случае невозврата кредита со стороны коммерческого банка не может продать этот вексель на аукционе, что было бы наиболее правильным и естественным для ЦБР. В силу этой оговорки он будет вынужден реализовать свои права как векселедержатель, предъявлять его предприятиям, обращаться с заявлением либо о выдаче судебного приказа, либо с исковым заявлением.

Некоторые юристы считали, что при залоге векселя эта оговорка необходима. Это неправильно. Вексель может передаваться в залог даже по бланковому индоссаменту на основании договора залога. А далее нужно в соответствии с законом о залоге реализовать эти активы и направлять сумму, которая будет выручена, на погашение невозвращенного кредита¹⁰.

Точка зрения представителей АУВЕР, что «было бы правильно отменить в Положении №122-П необходимость проставления залоговой оговорки». Также Постановлением совместных пленумов Высшего арбитражного суда и Верховного суда РФ №33/14 было разъяснено, что оговорка не является обязательной при залоге векселя. Это технический момент, но для залогодержателя он весьма существен.

¹⁰ Макеев А.В. Система рефинансирования коммерческих банков под залог векселей промышленных предприятий – второе рождение // РЦБ. 2001. №6. С.142-144

Следовало бы упомянуть, что одним из обязательных условий предоставления кредита коммерческому банку под залог векселей является его составление на вексельном бланке, утвержденном стандартом АУВЕР для выдачи и погашения векселей.

В интересах организаций - членов АУВЕР, а также других участников рынка, АУВЕР осуществляет заказ на изготовление и поставку единого вексельного бланка, форма которого утверждена в рамках [стандарта АУВЕР выдачи и погашения векселей](#) и рекомендована к применению ЦБ РФ Положением о порядке предоставления Банком России кредитов банкам, обеспеченных залогом и поручительством от 3 октября 2000 г. N 122-П.

Формирование единого заказа через посредство АУВЕР позволяет значительно сократить расходы на приобретение бланков, способствует повышению ликвидности векселей, оформленных на них. В частности, удешевляется, упрощается и ускоряется проверка бланка на подлинность.

Единый заказ формируется ежеквартально на основе заявок.

Использование единого бланка, наряду с собственными фирменными, имеет следствием и полезный PR-эффект для организаций - членов Ассоциации¹¹.

¹¹ www.auver.ru

Глава II: Основные виды операций с векселями на отечественном рынке ценных бумаг

§1. Операции кредитных организаций с векселями

Выдача векселей коммерческим банком

Коммерческие банки могут выдавать собственные векселя — так называемые банковские или финансовые векселя. Стать первым держателем векселя коммерческого банка можно двумя способами:

- купить вексель в коммерческом банке (со скидкой в зависимости от срока);
- получить в коммерческом банке вексельный кредит (процентная ставка по вексельному кредиту ниже, чем по обыкновенному).

Собственные векселя банков включаются в расчет суммы обязательных резервов, подлежащих депонированию в Банке России, в порядке, установленном «Положением об обязательных резервах кредитных организаций, депонированных в ЦБ РФ» №02-77 от 30.03.96. Таким образом часть средств, привлеченных банком от продажи векселей, подлежит обязательному депонированию в Банке России. Ежеквартально банк должен представлять в территориальные управления Центрального Банка РФ по месту нахождения корреспондентского счета информацию о выпущенных векселях, а также об участии банка в серийных или регулярных выпусках векселей эмитентов-небанков, в которых он выступает гарантом либо в виде авая, либо вексельного посредничества.

Банковские векселя сейчас относительно популярны (не только, как говорилось выше по сравнению с коммерческими векселями, но также относительно других финансовых инструментов, используемых банками).

Объясняется это рядом причин, среди которых:

- более высокая доходность
- большая надежность;
- повышенная ликвидность;
- удобство в качестве залоговой ценности.

На вексельном рынке происходят определенные позитивные сдвиги. Это в первую очередь более сложные технологии, к которым прибегают компании. Раньше процесс выпуска векселей для многих компаний не осложнялся предварительной оценкой сроков выпуска, доходности, объемов эмиссии, а также не был привязан к конкретному инвестиционному проекту.

Теперь же все больше участников вексельного рынка при выходе на рынок прибегают к услугам консультантов, которые детально прорабатывают специфику каждой конкретной вексельной программы эмитента. Их участие в разработке программы делает ее реализацию более успешной для векселедателя, а также более надежной для инвестора¹².

На примере Альфа-Банка можно рассмотреть одну из вексельных программ.

В 2000 г. Альфа-Банк предложил уникальный финансовый инструмент, позволяющий не только защитить средства от инфляции, но и получить гарантированный доход. В ноябре 2000 года Альфа-банк выпустил вексель «Казначей», номинированный в долларах, затем был выпущен вексель «Казначей», номинированный в евро. Средний срок их обращения – четыре месяца. Поскольку векселя «Казначей» имеют двойственный характер (проведение операций в рублях, но расчеты по курсу на день оплаты), при инвестировании возникает двойной

¹² Полосина О. Вексель на распутье // Известия. №72. С.7

доход: процентная ставка по векселю (или разница между ценами покупки-продажи – дисконтный доход) призвана защитить вложения от инфляции за период; разница в обменных курсах на день покупки и продажи. Она создает дополнительный доход и призвана защитить от обесценения национальную валюту. Таким образом, прибыль, получаемая от этого вида вложений, складывается из двух составляющих – процентной ставки и курсовой разницы,

Учитывая, что процентные ставки по векселям Альфа-Банка примерно соответствуют процентным ставкам по депозитам с аналогичными сроками и являются слабоволатильными, прибыльность вложений в векселя на прямую зависит от темпов девальвации рубля.

В конце прошлого года Альфа-Банк выпустил абсолютно новый инструмент – вексель «Казначей Гарант», который можно покупать за рубли, причем по наиболее выгодному для клиента курсу. Особенностью данного типа векселя является двойная привязка к курсам доллара США и евро. При покупке векселя за рубли определяются его номинал, выраженный в одной из валют (доллар США или евро), и сумма средств, выраженная в другой валюте, которую Альфа-Банк гарантирует заплатить в срок погашения векселя.

Таким образом, инвестор при вложении денег в «Казначей Гарант» ничего не проигрывает по сравнению с вложениями в обычный «Казначей», но и дополнительно страхует свои вложения на случай резкого обесценения курса доллара США к евро.

Доходность по векселю «Казначей Гарант» формируется двумя альтернативными способами: 1) ставка по векселю + номинальная девальвация

(разница курсов на день покупки и погашения) рубля к доллару; 2) ставка по векселю + номинальная девальвация рубля к евро.

Учитывая, что долларовая ставка по векселю превышает ставку в евро примерно на 1,25 процентных пункта, для компенсации разницы ставок за период обращения векселя евро должно укрепиться к доллару на аналогичную величину.

В тоже время, поскольку окончательную валюту векселя (доллары или евро – по которым производится начисление процентов) инвестор выбирает только в момент погашения векселя, он имеет возможность оценить динамику курсов за этот период и выбрать для себя валюту, Таким образом, осуществляется хеджирование средств от колебания валютных курсов (рубль/доллар, рубль/евро, доллар/евро) без дополнительных затрат со стороны инвестора¹³.

Развитие рынка валютных векселей и их активное использование в региональных расчетах при операциях РЕПО и залога становятся особенно актуальными в свете появления на рынке мультивалютных векселей. Высокая надежность Альфа-Банка и положение одного из крупнейших и устойчивых коммерческих банков России способствует повышению привлекательности эмитируемых им векселей и создают базу для использования векселей «Казначей и «Казначей Гарант» самым широким кругом хозяйствующих субъектов.

Вексель может быть и *объектом купли-продажи* как ценная бумага в целях извлечения дохода.

В связи с этим вексель может получить характер бумаги на предъявителя. Это происходит в том случае, когда векселедержатель передает вексель

¹³ Панкко Т. Ключ к инвестициям// Экономия и жизнь. 2002. №8. С.4.

другому лицу, не ставя в индоссаменте наименование последнего, а только свою подпись.

Это простые или переводные финансовые векселя с большими номиналами, размещаемые сериями. По сути, это нечто вроде выпуска облигационного займа по упрощенной схеме.

В России схема их размещения будет обусловлена и действующим режимом налогообложения и регулирования рынка ценных бумаг. Исходя из существующих на сей день особенностей этих режимов, юридически корректными и экономически оправданными являются, в частности следующие схемы размещения.

а) Кредитный договор с новацией

В данной схеме используются простые векселя. Причем размещение их происходит следующим образом. С банком заключается обычный кредитный договор, в соответствии с которым заемщику перечисляется денежная сумма. Затем в соответствии с соглашением кредитора и должника происходит новация - замещение обязательства должника по кредитному договору вексельными обязательствами. При этом векселя могут быть выданы на сумму кредитного договора плюс проценты, либо проценты по кредиту могут быть указаны в векселях в виде процентной оговорки. Полученные векселя банк продает на бирже, передавая их по бланковому индоссаменту с безоборотной оговоркой.

В данном случае отсутствует размещение выпусками (имеет место новация), проценты же, будь они в виде дисконта или процентной оговорки, подлежат отнесению векселедателем на себестоимость в установленном порядке. Недостаток схемы состоит в некоторой громоздкости.

б) *Переводный вексель собственному приказу.* Использование такого типа векселя, когда трассант и ремитент совпадают в одном лице, обусловлено невозможностью выдачи векселей на предъявителя в рамках ЕВЗ. На выписанных векселях ремитент проставляет бланковый индоссамент и выставляет их на продажу на бирже. По аналогии с облигационным займом в данном случае заключается договор займа путем выписки и продажи векселей. В качестве трассата может выступать сам трассант (т.н. переводно-простой вексель) или банк трассанта. В последнем случае вексель может быть объявлен не подлежащим акцепту ранее срока платежа минус один день, с целью избежать резервирования при акцепте.

Положительные черты этой схемы состоят в простоте, полном соответствии задаче, а также мировой практике. Недостаток состоит в невозможности уменьшить налогооблагаемую базу на сумму дисконта¹⁴.

Предъявительский кредит и переучет векселей

Вексельный кредит может быть предъявительским и векселедательским. Первая форма присуща предприятиям, широко предоставляющим коммерческий кредит своим покупателям и заказчикам, и, следовательно, имеющим солидный вексельный портфель, часть которого и предъявляется банку для учета. Предприятия же, не обладающие сколько-нибудь значительным портфелем, могут пользоваться вексельным кредитом в виде векселедательского: например, выписывать векселя своим поставщикам; последние же могут продавать их банку покупателя. Предприятие может

¹⁴ Макеев А.В. Неэмиссионные ценные бумаги. Ч.1. Векселя. М.: ФА. 2002. С. 100.

пользоваться одновременно как предъявительским, так и векселедательским кредитом, лишь бы они соответствовали его кредитоспособности.

Итак, как правило, векселедательский кредит нужен покупателям, а предъявительский - продавцам. Своеобразная форма последнего состоит также в виде открытия специального ссудного счета (называемого также онкольным, английского *on call*). Разница ее и учета векселей с юридической стороны состоит в следующем. Учет векселей происходит в форме передачи векселя банку по индоссаменту; банк становится векселедержателем. В случае онкольного счета векселя передаются в залог, что означает потерю клиентом прав на них только в случае неисполнения обязательств перед банком.

Вексельная форма кредита более гибка и надежна. Действительно, в зависимости от финансовой ситуации полученные векселя можно переучесть в Центробанке под невысокий процент, ибо для ЦБ торгово-промышленный (т.е. возникший из сделок с поставкой реальной продукции) вексель есть показатель потребностей хозяйственного оборота в ликвидности, обеспечение чего составляет одну из главных его задач. Те же операции можно проделать и в других банках, в т.ч. заложить в обеспечение корреспондентских операций. Вексель появляется в банке уже после совершения хозяйственной сделки, что говорит в пользу обоснованности выдачи кредита и, следовательно, его надежности. Нет необходимости анализировать саму сделку, анализ проводится лишь в отношении кредитоспособности клиента. Наконец, в силу своих юридических особенностей вексель есть надежное обеспечение кредита. Привычный же всем кредитный договор естественнее использовать при

долгосрочном кредитовании предприятий для целей закупки оборудования, долгосрочных разработок и т.п.

Предприятие может учесть вексель в банке до наступления срока платежа по нему, т.е. передать банку все права на вексель по индоссаменту, получив вместо этого вексельную сумму, уменьшенную на учетный процент (дисконт) за получение денег. Обычным условием такого договора в случае неполучения платежа является возможность возврата неоплаченного и опротестованного векселя клиенту и возвращение им суммы кредита и процентов банку. Банки, как правило, к учету принимают только надежно обеспеченные векселя. Это означает, что в векселе должны присутствовать лица с надежной с точки зрения банка платежеспособностью, с которых может быть взыскан долг в случае неплатежа. Центральный банк предъявляет особые требования к векселям для учета. Эти требования призваны препятствовать экономически необоснованному расширению кредита.

После того, как принято решение об открытии вексельного кредита предприятию, последнее должно предоставить банку заверенные копии доверенности или других документов, предоставляющих право тому или иному должностному лицу индоссировать векселя.

Уже давно в банковской практике выдачи кредита появилось такое явление, как использование формы вексеledательского кредита.

Предприятие, как обычно, нуждается в оборотных средствах. Продавец отказывается поставлять ему товар с отсрочкой оплаты (предоставлять кредит поставщика). Тогда, чтобы повысить надежность векселя, предприятие-покупатель

обращается за поручительством к третьему лицу, достаточно хорошо известному своей кредитоспособностью, или же прибегает к вексеledательскому кредиту.

Классическая форма вексеledательского кредита есть акцептный кредит. В этом случае вексеledатель выставляет на известный своей надежностью банк переводный вексель, который банк заранее акцептует. Затем вексеledатель расплачивается таким векселем за поставленные ему товары или услуги. Банк оплачивает этот вексель либо из соответствующего покрытия, которое вексеledатель имеет в банке, либо из открытого вексеledательского кредита. В данном случае плательщиком по векселю является известный банк, известный своей безупречной репутацией. Такими векселями не составляет труда расплачиваться с партнерами. Они также носят название банковских акцептов. Акцептный кредит в меньшей степени был распространен в России в силу нераспространенности тратт.

Другая форма вексеledательского кредита состоит в покупке векселей клиента в пределах открытого ему вексеledательского кредита (т.е. без вхождения в число обязанных по его векселям лиц).

Наша хозяйственная практика внесла свои поправки в классическую схему. В этом случае предприятие заключает со своим банком кредитное соглашение, согласно которому получает в свое распоряжение простые векселя, выписанные банком на него. Таких векселей может быть несколько разбитых по срокам и суммам. Эти векселя, как правило, делаются сроками во столько-то времени после предъявления, или по предъявлении не ранее определенной даты. По кредитному соглашению вексеledержатель обязан к определенным срокам предоставить банку покрытие, соответствующее общей

сумме полученных векселей, и, разумеется, уплатить проценты банку. Хотя банк и не задействует в полной мере своих кредитных ресурсов (кроме затрат на резервирование), ограничен в своей способности выпускать такие векселя рамками нормативов ликвидности, устанавливаемых ЦБ. Такого рода сделка имеет множество вариантов, раз от разу меняющихся в зависимости от интересов банка и клиента, конъюнктуры. В результате ее рождается товарный вексель, вызванный потребностью хозяйственного оборота и подкрепленный репутацией банка как главного должника по нему. Это одна из форм осложнения коммерческого кредита банковским, их сращивания.

Легко видеть полную аналогию нашего вексельной кредита в форме выдачи банком клиенту простого векселя с акцептным. И в том, и в другом случае главным должником по векселю является банк; обязательство клиента состоит в перечислении денежных средств до срока погашения векселя. Достаточно, приняв во внимание обычай, причислить эти сделки к кредитам банков. Данная операция относится к категории ссуд в соответствии с нормативами ЦБ РФ.

Здесь отсутствует противоречие со ст. 819 ГК РФ, т.к. последняя касается частного, хотя и основного, вида кредитов банков – кредитов в денежной форме кредита¹⁵.

§2. Операции предприятий с векселями

Структура и состояние вексельного рынка за последние два года претерпели значительные изменения, которые, прежде всего, заключаются в увеличении

¹⁵ Макеев А.В. Неэмиссионные ценные бумаги. Ч.1. Векселя. М.: ФА. 2002. С. 100.

объемов финансовых векселей, служащих инструментом портфельных инвестиций для участников рынка.

Несмотря на утверждения в российской финансовой прессе, что некоторые крупные векселедатели (ОАО «Газпром») сворачивают свои вексельные программы, отдавая предпочтение другим инструментам привлечения ресурсов, в реальности это не так. И в подтверждение этому состоявшийся в конце 2002 г. тендер, в результате которого были размещены бумаги трех траншей с погашением через 18-21 месяц суммарным номиналом в 6,606 млрд. руб.¹⁶ Ликвидность этих бумаг настолько высока, что можно найти фактически на каждый месяц бумагу с подходящим номиналом и сроком погашения. Газпромские векселя всегда можно купить и продать. Сейчас долю векселей Газпрома можно оценить в 60-70% рынка.

В то же время на рынке появляются новые имена. Новые вексельные программы, как правило более прозрачны и открыты для инвесторов благодаря публикации перед началом выпуска информационного меморандума, в котором освещаются вопросы финансового состояния заемщика, целей заимствований и регулярности проведения займов¹⁷.

В то же время необходимо отметить, что неразвитость инфраструктуры вексельного рынка препятствует его дальнейшему развитию. Как векселедатели, так и операторы рынка сталкиваются с рядом проблем, решить которые можно лишь используя новые технологии выпуска, обращения и погашения векселей.

Векселедателям, прежде всего, необходимо обеспечить возможность регулярных заимствований на финансовом рынке под низкую доходность и

¹⁶ Галкин В., Николкин В. Стратегия выхода предприятия на вексельный рынок // РЦБ. 2002. №20. С.28

¹⁷ Кудяков О. Организация вексельных программ с использованием депозитарных услуг // РЦБ. 2002. №10. С.54

привлечение ресурсов в крупных размерах. Для того чтобы выполнить указанные задачи им необходимо, создать себе положительную историю, обеспечить имидж надежного заемщика. Как правило, такую задачу векселедатели решают с помощью своих финансовых партнеров – крупных и надежных финансовых институтов, которым проще и удобнее в силу своей известности на рынке и профессионализма «продвинуть» на рынке ценные бумаги своего клиента. В функции данных финансовых институтов входят услуги по размещению векселей среди участников рынка (в основном на комиссионных началах), обеспечение ликвидности вторичного рынка ценных бумаг путем проведения активных операций, услуги маркет-мейкера, погашение векселей.

Комплексность обслуживания вексельной программы клиента предполагает выбор маркет-мейкером наиболее удобной технологии размещения и обращения векселей на рынке. Немаловажным аспектом при выборе финансового партнера является наличие у последнего полноценного депозитария, способного оказывать весь комплекс услуг на рынке векселей.

Удобство размещения векселей через депозитарий заключается для инвесторов в гарантированном поступлении на рынок партии векселей без дефектов формы и на дополнительных бланках. Если депозитарий также выполняет функции домицилиата, и бланки векселей хранятся в депозитарии с момента их приема от первого векселедержателя, риск оплаты поддельного векселя практически ограничен¹⁸.

Одной из основных тенденций является массовый выход на него новых заемщиков размещающих свои облигационные и вексельные займы. Данная тенденция носит массовый характер — ежемесячно о начале размещения

собственных облигации объявляют 5—8 компаний, а 2—3 компании выходят на вексельный рынок¹⁹.

Промышленность и экономика в целом нуждаются в массированном притоке инвестиции, а российская банковская система обеспечить его не способна из-за мизерной капитализации.

Более того, банки в должной мере не способны обеспечить даже кредитование повседневного хозяйственного оборота предоставлением кредитов на пополнение оборотных средств. К примеру, если в России объем выданных предприятиям кредитов от объема ВВП составляет менее 15%, то в развитых странах этот показатель составляет около 100%²⁰.

Большинство российских банков слишком малы и слабы, крупные же чаще всего обслуживают оборот отдельных финансово-промышленных групп и крайне неохотно кредитуют «чужие» предприятия. Еще один аспект — низкая капитализация банковской системы, что не позволяет выдавать крупные кредиты, не нарушая норматив Н6 — риск на одного заемщика.

В такой ситуации промышленные и торговые предприятия вынуждены не только делать ставку на банковские кредиты, как было ранее, но и обращаться к ресурсам финансового рынка. Бурно растет облигационный рынок, не менее активно развиваются и вексельные программы. Размещая собственные ценные бумаги, предприятие становится менее зависимым от конкретного банка-кредитора, что позволяет ему платить за привлекаемые ресурсы ту ставку, которая зависит не от субъективного мнения банка, а от реалии финансового рынка. Кроме

¹⁸ Кудяков О. Организация вексельных программ с использованием депозитарных услуг // РЦБ. 2002. №10. С.54

¹⁹ Галкин В., Николкин В. Стратегия выхода предприятия на вексельный рынок // РЦБ. 2002. №20. С.28

²⁰ Галкин В., Николкин В. Стратегия выхода предприятия на вексельный рынок // РЦБ. 2002. №20. С.28

того, необходимо понимать, что ресурсы фондового рынка гораздо значительнее ресурсов отдельного банка, каким бы крупным он ни был.

Еще один аспект размещения собственных ценных бумаг — публичность и наработка кредитной истории. Завершение передела собственности ставит перед акционерами и менеджерами предприятия вопрос о стратегии дальнейшего развития, в которой привлечению средств с финансовых рынков, в том числе и с международных, отводится немалое место.

Разумеется, и уровень ставок, и сама такая возможность зависят от уровня корпоративного управления и качества кредитной истории. Поэтому заемщик безусловно обслуживающий свои кредиты, заинтересован в том, чтобы этот факт был известен рынку, что впоследствии приведет к снижению стоимости заимствований. В этом отношении фондовый рынок максимально открыт и публичен, так как малейшее неисполнение обязательств сразу же становится достоянием всех его операторов.

Принимая решение о том, какие ценные бумаги — векселя или облигации - размещать, предприятие, прежде всего ориентируется на их особенности. Так, несмотря на то, что теоретически облигация — более долгосрочный инструмент, предназначенный для финансирования инвестиционных проектов, в реальности механизм оферт выхолащивает этот принцип. По сути, долгосрочная облигация превращается в ряд коротких, рефинансируемых одна за другой. Из-за этого предприятие, выпустившее, например, 3-летнюю облигацию, не может рассчитывать на эти средства именно как на 3-летние, так как не исключено, что уже в дату ближайшей оферты к выкупу будет предъявлен весь выпуск. Поэтому большинство облигаций реально являются 6—12-месячными бумагами, а более

длинные сроки обращения декларируются лишь для снижения издержек, связанных с оплатой налога на эмиссию ценных бумаг (0,8%) и регистрацией проспекта эмиссии.

Векселя в этом отношении — более удобный инструмент, так как из-за отсутствия регистрационных процедур эмитенты не несут соответствующих издержек, а срок обращения векселя соответствует реальному сроку привлечения денежных средств.

Второй аспект, на который следует обращать внимание при выборе того или иного инструмента заимствований, — это срок подготовки займа. Необходимо четко осознавать, что размещение облигационного займа — весьма длительная процедура. От момента принятия решения до размещения, т.е. до получения денежных средств пройдет не менее полугода, а сам процесс включает в себя огромное количество этапов от созыва общего собрания акционеров до публикации массы документации.

При размещении вексельных займов этот срок сокращается до нескольких дней поэтому, средства привлекаются тогда, когда они действительно необходимы либо когда на рынке выгодные ставки, а не тогда, когда будет завершена вся бюрократическая процедура и отступать будет уже поздно. Поэтому векселя весьма удобны для закрытия кассовых разрывов и рефинансирования кредитных договоров с целью снижения стоимости заимствования.

Публичность размещения облигации, несомненно, выше, чем при выпуске вексельного займа, хотя этот аспект — не столь однозначный. Как правило, круг покупателей облигаций при их первичном размещении невелик, и если спрос недостаточен, то андеррайтеры вынуждены покупать весь объем на себя, так как

срок размещения ограничен по времени. Если же облигации не размещены, то это становится известно рынку, который делает из этого соответствующий вывод. Векселя, как правило, выписываются по мере поступления на них заявок, поэтому могут размещаться неограниченно долго.

Ликвидность вторичного рынка имеет большее значение для инвестора, чем для эмитента, но, тем не менее, важна при выборе инструмента заимствований. Как показывает статистика облигационного рынка, в текущем году средневзвешенный объем вторичных биржевых торгов составляет около 90 млн. руб., еще около 110 млн. руб. дает внебиржевой рынок. При номинированном объеме облигационного рынка в 85,6 млрд. руб. это дает оборачиваемость в 0,23% в день.

Официальной статистики по вексельному рынку нет, но экспертные оценки дают следующие данные: объем рынка — около 150 млрд. руб., средневзвешенный оборот — около 4,5 млрд. руб., т.е. средневзвешенная оборачиваемость — 3%. Как видно из этих цифр, ликвидность вексельного рынка более чем в 10 раз выше ликвидности облигационного²¹.

Причина кроется в особенностях первичного размещения и круге покупателей тех или иных инструментов. Покупателем векселей при их первичном размещении может быть любой, так как относительно невысокие номиналы делают их доступными для весьма широкого круга инвесторов. В силу этого процентные ставки по векселям складываются на рыночном уровне, так как векселедатель не ограничен сроком размещения и не стремится продать свои бумаги по любой цене, а покупатель не связан с векселедателем договорными отношениями андеррайтинга и не обязан выкупать весь объем по ценам, предложенным эмитентом.

²¹ Галкин В., Николкин В. Стратегия выхода предприятия на вексельный рынок // РЦБ. 2002. №20. С.28

Другое дело — облигации, решение о размещении принимается задолго до его фактического начала, поэтому ставки точно оговорить невозможно. Андеррайтер, заинтересованный в клиенте — эмитенте облигации, гарантирует 100%-ное размещение в течение сжатого срока по низким ставкам. При наступлении же момента размещения ситуация может быть уже иной, ставки оговоренные полгода назад, не соответствуют рыночным реалиям, поэтому значительного спроса со стороны инвесторов нет. Андеррайтеры (а это, как правило, крупнейшие инвестиционные банки) при первичном размещении вынуждены забирать весь объем на себя, в противном же случае они лишаются клиентов и перспективного бизнеса.

По прошествии 1—1,5 месяцев, необходимых для регистрации отчета об итогах размещения и начала вторичных торгов, ситуация, как правило, вновь меняется. Если ставки за это время выросли, то, для того чтобы продать бумаги на вторичном рынке, андеррайтер будет вынужден фиксировать убытки, на что он едва ли пойдет. Если же ставки, напротив, упали, то продажа облигаций также не особенно интересна, так как текущая доходность, обеспечиваемая ими, выше доходности, сложившейся на рынке. Поэтому облигации в основном остаются в портфелях андеррайтеров, размещавших их, и попадают на вторичный рынок лишь в ограниченных объемах. По сути, происходит секьюритизация банковских кредитов, т.е. формальное превращение их в вид облигаций, а не привлечение новых инвесторов и кредиторов и расширение спектра источников кредитных ресурсов.

Кроме того банки-андеррайтеры не заинтересованы в снижении ставок облигации, так как это означает для них снижение процентного дохода. При

обращении же векселей с течением времени, необходимого для формирования некоторой кредитной истории, ставки падают до среднерыночного уровня, и следующие размещения обходятся векселедателю уже дешевле. Из всего изложенного выше можно сделать поспешный вывод, что для привлечения внешнего финансирования векселя удобнее облигации во всех отношениях. Однако это не так, есть и обратная сторона медали.

Первое: процентные ставки по вексям выше, чем по облигациям того же эмитента на аналогичный срок.

Эта разница может достигать 1,5—2%, хотя если оценить все расходы на организацию облигационного выпуска и его размещение, то разница практически нивелируется.

Второе: документарная форма векселя делает его достаточно рискованным инструментом в глазах тех, кто мало работал на вексельном рынке. В настоящий момент, приобретая векселя либо непосредственно у векселедателя, либо у его агентов и организовав надежную инкассацию, данный риск можно свести к минимуму, хотя на вторичном рынке, работая с недостаточно известными операторами, приобрести фальшивые векселя либо векселя с дефектами формы все же можно.

Выходом из этой ситуации служит организация «безналичного» обращения векселей путем помещения их в кастодиальный депозитарий, но пока данные проекты находятся в стадии становления.

Третье: недостаточная информационная прозрачность, значительно снижающая привлекательность векселя в глазах инвестора. Теоретически векселедатель, размещая свои векселя, может вообще не раскрывать никакой

информации о себе, хотя понятно, что это выльется в значительную премию по доходности, перекрывающую риск инвестирования в инструмент с неизвестным кредитным рейтингом. Поэтому векселедатели (а чаще всего их финансовые консультанты) раскрывают определенную информацию о своей деятельности и финансовом положении, но эти данные зачастую бессистемны, могут серьезно запаздывать, да и прекращения их обнародования также нельзя исключать. При эмиссии облигации эмитент ежеквартально публикует отчет, кроме того, уведомляет инвесторов о существенных событиях своей деятельности.

Приобретая векселя, инвесторы обращают внимание на информационную прозрачность векселедателя, благо в последнее время возможностей раскрытия информации стало гораздо больше. Эмитент может использовать для этого сайты НАУФОР, НКС, АУВЕР, c-bonds, информационные издания и новостные ленты, прямую рассылку и другие ресурсы. Открытость эмитента для инвестора — немаловажный момент, поскольку она значительно снижает риски. Поэтому не удивительно, что при составлении рейтингов надежности (например, СКРИН) уделяется внимание и этому параметру.

В целом же, если резюмировать размещение и векселей, и облигации имеет свои «плюсы» и «минусы», поэтому конкретный выбор того или иного инструмента всегда остается за эмитентом и его финансовым консультантом.

Разрабатывая собственную вексельную программу, потенциальный векселедатель и его финансовый консультант должны четко понимать, какие цели они при этом преследуют и какие задачи ставят. Одними ставится задача заработать публичную кредитную историю, другими — снизить стоимость заимствований, третьими — привлечь максимум ресурсов даже за счет роста их

стоимости. Уже, исходя из этого, формируется конкретная стратегия и тактика на вексельном рынке, хотя основные принципы стараются соблюдать все.

Так при первом выходе на рынок основной упор делается на широту охвата и наработку кредитной истории. В этом случае выпускаются низкономинальные векселя (от 10 тыс. руб.) на сроки 1—3 месяца со ставками, на 3—5% превышающими среднерыночные. Проводится широкая информационная кампания, организуются встречи с потенциальными инвесторами, участникам первичного размещения (по сути, андеррайтерам вексельного займа) предлагаются дополнительные преференции лишь бы векселя попали на рынок²².

По сути, на первом этапе необходимо обеспечить максимальную широту охвата, даже невзирая на то, что ставки привлечения средств значительно выше тех, под которые обычно кредитуются векселедатель. Для этого векселедатель и его маркет-мейкеры готовы работать с любым потенциальным покупателем, выписывая векселя любого номинала на любой срок и по любым схемам.

Если финансовое положение векселедателя приемлемое, то многие операторы вексельного рынка, привлеченные высокими ставками, все же принимают решение о покупке новых бумаг, даже, несмотря на их «нулевую» ликвидность. Чаще всего покупателями на этом этапе являются спекулятивно настроенные небольшие инвестиционные компании и банки, готовые рискнуть ради высокого дохода.

В силу того, что изначально выпускаются «короткие» бумаги, погашения идут часто, денежные средства инвесторам поступают без задержек, то и кредитная история формируется довольно быстро, как правило, в течение 4—6 месяцев.

Основная задача, ставящаяся на втором этапе, — снижение стоимости заимствования и расширение объема рынка. На первый взгляд эти цели выглядят

как противоположные, хотя реально высокая ликвидность является залогом снижения ставок. К сожалению, обратное утверждение неверно.

С этой целью активизируется информационная работа, до потенциальных покупателей доводятся предварительные итоги первого этапа организации вексельной программы, активно проводятся PR-кампании и встречи с инвесторами. Рассказывается о целях и задачах займа, доказывается их обоснованность и выполнимость, иллюстрируется финансовая устойчивость заемщика.

Одновременно происходит удлинение сроков займов до 3—6 месяцев с одновременным увеличением номинала до 1 млн. руб. Целевая аудитория, на которую ориентируется векселедатель, уже другая — крупные инвестиционные компании и средние банки. Первичные размещения проводятся уже не постоянно, а приурочиваются к моментам максимальной рублевой ликвидности с минимальными ставками на кредитном рынке. Как правило, это первые числа месяца, когда нет ни налоговых платежей, ни закрытия банковских балансов. Погашения же векселей, напротив, подгадывают к 20-ым числам месяца (а еще лучше квартала), когда операторы вексельного рынка максимально нуждаются в деньгах. Такая политика приводит к снижению ставок при одновременном увеличении срока займов и объемов сделок. Одновременно расширяется круг покупателей векселей данного векселедателя, на него открываются лимиты большим числом операторов.

На третьем этапе ставятся задачи максимизировать объемы привлекаемых ресурсов, причем, размещая векселя в тот момент, когда в средствах нуждается векселедатель, а не тогда, когда это выгодно рынку. Сроки векселей уже не привязываются к состоянию рынка, а выбираются векселедателем из собственных

²² Галкин В., Николкин В. Стратегия выхода предприятия на вексельный рынок // РЦБ. 2002. №20. С.28

соображений и целей привлечения средств. Они могут быть как незначительными (до 1—2 месяцев) для покрытия кассовых разрывов, так и «длинными», до года, для финансирования конкретных проектов.

В силу ограниченности срока размещения и, исходя из того, что покупателями больших объемов векселей могут быть лишь крупнейшие инвестиционные компании и банки, векселедатель строит свои отношения с ними на условиях андеррайтинга либо гарантированного, либо нет. Выкупая объем на себя, андеррайтер размещает его среди своих клиентов, получая брокерскую комиссию, либо оставляет в своем дилерском портфеле.

На этом этапе и отношения инвесторов, и эмитента, и ставки, и сроки становятся полностью рыночными, и ни одна из сторон не может доминировать и диктовать свои условия. Ликвидность бумаг уже, как правило, приемлемая, поэтому андеррайтер не может выставлять уровень ставок значительно выше рыночного, так как векселедатель вполне может разместить свои бумаги на рынке либо самостоятельно, либо через других андеррайтеров. С другой стороны, делая ставки ниже рыночных, векселедатель не разместит большой объем на рынке, так как число покупателей все же ограничено, и никто не будет покупать нерыночные выпуски.

Однако для повышения ликвидности предпринимаются меры, направленные на привлечение крупных инвесторов. Здесь, прежде всего речь идет о стандартизации выпусков, увеличении их объемов, снижении транзакционных издержек и рисков. О предстоящем размещении выпуска, его объеме и сроках рынок извещает заранее, чтобы покупатели могли планировать свои активные и пассивные операции. Номиналы всех векселей одинаковы, сроки погашения тоже,

как правило, приурочены к одинаковым числам. Для снижения издержек инкассации и транзакционных рисков весь объем вексельного займа часто депонируется в депозитарии, поставка первым покупателям производится путем безналичного клиринга. В этом отношении рынок становится более организованным и безопасным, весьма схожим с рынком коммерческих бумаг, существующим на Западе.

Переходя к итогам размещения вексельных займов конкретных компаний, необходимо отметить, что за 2002 год «вексельная палитра» стала гораздо богаче: если в 2001 г. реально торговались около 15 векселедателей, то в 2002 г. – уже 30. Бумаги некоторых векселедателей, вышедших на рынок относительно недавно, стали вполне ликвидными, ежедневно с ними заключаются сделки на миллионы рублей²³.

Векселя Газпрома, занимающие более половины рынка, до последнего времени едва ли можно было отнести к инструментам, предназначенным для привлечения ресурсов с финансового рынка. Они выписывались на поставщиков и подрядчиков, служили для оформления отсрочки платежа и поступали на рынок только после осуществления расчетных функций.

Однако 26 августа 2002 г. состоялся тендер по размещению векселей Газпрома, предназначенных для привлечения финансирования, в результате которого были размещены бумаги трех траншей с погашением через 18-21 месяц суммарным номиналом 6606 млрд. руб. Ведущим организатором вексельной программы выступил Доверительный и Инвестиционный Банк, соорганизаторами – Вэб-Инвест Банк и Транскредитбанк. По сообщению ИА «Cbonds.ru», АКБ «ДИБ» не только финансировал выпуск векселей ОАО «Газпром» и организовал их

размещение, но и взял на себя функцию поддержания их ликвидности на вторичном рынке. Планируется депонирование векселей в ДКК и организации безналичного клиринга²⁴.

Из промышленных компаний, размещающих векселя именно для привлечения средств с финансового рынка, наиболее ликвидными следует признать бумаги Тюменской нефтяной компании, которая одной из первых начала выпуск векселей для пополнения оборотных средств, а не для расчета с поставщиками. Из баланса ТНК на 1 апреля видно, что в обращении находилось ее векселей на сумму 3,27 млрд. руб., на конец 2002 г., по словам представителя компании, их около 4 млрд. руб.²⁵

Из 3-месячных векселей, по оценке ЗАО ИК «Регион», на сделки с бумагами ТНК приходилось около 15%, дисконт по доходности к вексельному индексу «RUX-Регион» аналогичной срочности – 0,8%, т.е. ставки векселей ТНК ниже среднерыночных. Объем векселей в обращении, колеблющийся в диапазоне 3-4,5 млрд. руб., поддерживается уже давно и едва ли будет изменен в ближайшее время.

Следующим по уровню ликвидности эмитентом нужно признать Иркутское авиационное производственное объединение (ИАПО), на него приходится около 10% среди 3-месячных векселей и около 5% - среди 1-месячных векселей и полугодовых²⁶.

ИАПО приняло решение о выходе на вексельный рынок весной 2001 г., причем, в отличие от векселей большинства промышленных предприятий, векселя ИАПО сразу же предназначались для привлечения средств с финансового рынка, а

²³ Галкин В., Николкин В. Стратегия выхода предприятия на вексельный рынок // РЦБ. 2002. №20. С.28

²⁴ Галкин В., Николкин В. Стратегия выхода предприятия на вексельный рынок // РЦБ. 2002. №20. С.28

²⁵ Галкин В., Николкин В. Стратегия выхода предприятия на вексельный рынок // РЦБ. 2002. №20. С.28

²⁶ Галкин В., Николкин В. Стратегия выхода предприятия на вексельный рынок // РЦБ. 2002. №20. С.28

не для расчетных функций. Первый транш векселей был выпущен 5 апреля на сумму в 300 млн. руб. и имел короткий срок обращения – чуть больше месяца. Это дало держателям бумаг возможность убедиться в надежности векселедателя, предъявив их к погашению и своевременно получив деньги, а объединению понять, с какими вопросами и технологическими проблемами оно сталкивается при массовом погашении собственных векселей. В целом погашение прошло довольно гладко.

В дальнейшем погашения проводились неоднократно. За период до конца 2002 года компанией было осуществлено 15 вексельных займов на общую сумму 3,331 млрд. руб. по номиналу, из которых были погашены на 2368 млрд. руб., а в обращении находится векселей ИАПО на 963 млн. руб. Стратегия компании на вексельном предполагает осуществление периодических заимствований (каждый календарный месяц), объем которых определяются потребностью в оборотных средствах. Доходности, с которыми обращаются векселя ИАПО на рынке, на 0,7% превышают значение 3-месячного индекса и на 2-3% - полугодовой²⁷.

Векселя выпускались и выпускаются на различные сроки до погашения, максимальный срок заимствований на сегодняшний день составляет 9 месяцев, минимальный – 3 месяца. При размещении своих долговых обязательств ИАПО использует технологию, близкую к гарантированному андеррайтингу по облигациям. Весь объем векселей очередного транша выкупается несколькими операторами рынка, которые далее размещают его на рынке. Такой механизм, помимо «плюсов» для векселедателя, гарантирует поступление на рынок «качественных» векселей – не содержащих дефектов

формы, ошибок в цепочках индоссаментов и т.д., что является дополнительным стимулом для работы с векселями ИАПО как со стороны мелких и средних инвесторов, не имеющих собственной инфраструктуры сопровождения сделок с документарными ценными бумагами, так и для крупных операторов, заинтересованных в крупнооптовых сделках.

В целом задачи, поставленные при организации вексельной программы ИАПО, выполнены – на рынке постоянно обращается векселей не менее чем на 900 млн. рублей, ставки, по которым производится размещение, близки к среднерыночным. Согласно планам руководства объединения, количественного расширения вексельной программы пока ожидать не следует, а мероприятия по снижению стоимости заимствований продолжается. С этой целью со второй половины 2002 г. осуществлен механизм первичного размещения, при котором весь объем выкупа берут на себя два соандеррайтера (инвестиционные компании «Регион» и ФТК), к своеобразному тендеру, на котором крупнейшие операторы предлагают свои ставки и объемы, которые они готовы купить.

Векселя АвтоВАЗа занимают порядка 15% среди 1-месячных, их доходность (17,6% годовых) на 0,9% выше индекса аналогичной срочности. Вексельная программа АвтоВАЗа началась в начале 2002 г., когда Внешэкономбанк по поручению компании разместил 1-й транш простых дисконтных векселей на сумму 200 млн. руб. Размещение векселей АвтоВАЗа стало возможным после возврата компании контрольного пакета акций, который находился в залоге у Правительства РФ. Всего с начала года объем размещенных векселей составил 1,6 млрд. руб. по номиналу, из которых уже

²⁷ Галкин В., Николкин В. Стратегия выхода предприятия на вексельный рынок // РЦБ. 2002. №20. С.28

погашено 800 млн. руб. Срок обращения постепенно увеличивается с 2-3 месяцев при первых выпусках до 6-7 месяцев в дальнейшем²⁸.

Размещение векселей АвтоВАЗа не менее технологично и современно, чем у ИАПО. Во-первых, векселя размещаются ежемесячно в середине каждого месяца траншами по 200 млн. руб., на сроки 2-9 месяцев, имеют стандартизованный номинал (0,5 или 1 млн. руб.) и дату погашения (20 число каждого месяца). Размещаемые в рамках программы векселя имеют серию «АВ», отличную от серии «КР» – расчетных векселей АвтоВАЗа, обращающихся преимущественно на региональном рынке.

Агент по размещению вексельного займа (до настоящего времени Внешэкономбанк) принимает векселя с оформленными бланковыми индоссаментами, депонируя их в собственном депозитарии. В заранее объявленный срок агент по размещению начинает размещение векселей крупными лотами в первую очередь среди ведущих менеджеров займа (ЗАО ИК «Регион», АКБ «Автомобильный банкирский дом», АИКБ «Новая Москва»). Оставшаяся часть векселей размещается среди остальных участников рынка, круг которых постоянно расширяется. Поставка векселей в большинстве случаев осуществляется в безналичной форме путем перевода по счетам депо, однако, может осуществляться и в наличной форме. Погашение выпущенных векселей производится доминирующим банком (в настоящее время Внешэкономбанк), причем векселя, учитываемые на счетах депо на дату платежа, погашаются без дополнительных инструкций векселедержателя.

²⁸ Галкин В., Николкин В. Стратегия выхода предприятия на вексельный рынок // РЦБ. 2002. №20. С.28

Что касается дальнейших перспектив векселей АвтоВАЗа, то, как представляется, их надо рассматривать в связке с планируемым облигационным выпуском. Поэтому после размещения облигационного займа АвтоВАЗа можно ожидать заметного снижения доходностей его векселей. Скорее всего, после размещения облигаций и снижения ставок векселей, объем вексельные программы и ее сроки увеличатся. По мнению ИК «Регион», потенциальный объем рынка векселей АвтоВАЗа, учитывая масштаб и известность предприятия, вполне может составить 2-3 млрд. руб., т.е. вырасти в несколько раз²⁹.

Вексельная программа промышленно-торговой группы «Альфа-Эко», которая занимает лидирующие позиции в ряде перспективных отраслей российской экономики (векселедателем выступает одна из ее структур – ООО «Альфа-Эко М»), реализуется достаточно давно, начало ее приходится на август-сентябрь 2000 г. Можно сказать, что компания и ее финансовый консультант – ЗАО ИК «Регион» – выступили пионерами привлечения финансирования путем размещения вексельных займов. За два года «Альфа-Эко М» выпустила векселей на общую сумму 1586 млрд. руб., в настоящее время в обращении находятся бумаги на общую сумму около 350 млн. руб. по номиналу³⁰.

График выпуска и объем транша зависят от финансовой потребности эмитента в денежных средствах, как правило, объем каждого транша колеблется от 30 до 90 млн. руб. Сроки векселей выбираются, исходя из того, на финансирование какой операции направляются привлеченные средства, и

²⁹ Галкин В., Николкин В. Стратегия выхода предприятия на вексельный рынок // РЦБ. 2002. №20. С.28

³⁰ Галкин В., Николкин В. Стратегия выхода предприятия на вексельный рынок // РЦБ. 2002. №20. С.28

могут варьироваться от 1 месяца до года. Доходности данных векселей на 3-4% превышают среднерыночные, но для компании это все равно выгодно, так как такое финансирование не требует залога и, следовательно, «омертвление» запасов. Рентабельность же трейдерской деятельности «Альфа-Эко» значительно выше ставок векселей, поэтому данная премия выглядит обоснованной. Размещение облигационного займа способно активизировать и вексельную программу компании, в результате чего можно ждать снижения доходностей векселей.

Об остальных программах, например вологодское химическое предприятие «Пласткард», «Штерн Цемент», «Служба 77», «Автодина» пока говорить рано, так как они только выходят на вексельный рынок. Организатором и финансовым консультантом вексельных программ выступает ФИК «Лидинг». Для более быстрой «раскрутки» векселедателей был применен интересный способ повышения ликвидности и надежности – авалирование векселей «Лидингом». Премия к среднерыночным ставкам у большинства новых векселедателей составляет 3-7% годовых, по бумагам, авалированным «Лидингом», она в среднем на 0,5-2% ниже³¹.

В целом же, резюмируя, можно сказать, что организация вексельных программ – весьма перспективная форма финансирования компаний реального сектора, позволяющего быстро привлечь денежные ресурсы по приемлемым ставкам.

§3. Автоматизация операций с векселями

В деятельности многих компаний оплата за товар или услуги может осуществляться не только через расчетный счет и наличные денежные средства, но

и посредством передачи векселей сторонних организаций. Кроме того, некоторые компании могут выпускать свои собственные векселя и передавать их в счет погашения задолженности поставщикам. Поэтому одним из требований к системам класса ERP (комплексным системам управления предприятием) для таких предприятий является возможность организации и ведения учета векселей, как сторонних организаций, так и собственных, причем стандартными средствами системы.

При автоматизированном учете векселей следует принимать во внимание специфику вексельного обращения. Прежде всего, в системе должна быть предусмотрена возможность учитывать каждый вексель – собственный или вексель сторонних организаций – как независимую единицу учета, так как он является независимой неделимой единицей, и по каждому векселю требуется отслеживать его движение, цену и прибыльность.

Все векселя в системе необходимо различать по номеру, названию эмитента, дате выпуска, дате погашения, типу и другим параметрам. Один и тот же вексель может приниматься в оплату счета и передаваться другим организациям неоднократно, прежде чем будет погашен. Для конкретного учета, предотвращения операций двойного ввода и т. п. Целесообразно не заводить номер векселя повторно, если он принимается вторично, а использовать уже созданный номер. Кроме того, в системе учета должно быть предусмотрено выполнение следующих операций с векселями: отслеживание поступления и выбытия векселя, закрытие счетов векселями, формирование различных отчетов по векселям. Рассмотрим, как

³¹ Галкин В., Николкин В. Стратегия выхода предприятия на вексельный рынок // РЦБ. 2002. №20. С.28

организован учет векселей в системе управления предприятием Navision Ахарта (разработчик – компания Columbus IT Partner).

Основные характеристики модуля «Векселя».

Несмотря на то, что необходимую функциональность можно реализовать стандартными средствами Navision Ахарта, удобнее работать с векселями в специализированных формах с оптимизированным пользовательским интерфейсом. В связи с этим было принято решение создать новый модуль, в котором будут представлены специальные формы, настройки и отчеты, относящиеся к области работы с векселями. С другой стороны, его функциональность тесно интегрирована с другими модулями системы Navision Ахарта: «Главная книга», «Расчеты с поставщиками и клиентами», «Управление запасами», что позволяет согласовать вексельные операции с другими операциями (например, определить, что задолженность по заказу погашена не оплатой, а векселем), получать сводные отчеты о деятельности предприятия³².

С помощью модуля можно вести не только суммовой учет по векселям (т.е. учет в денежном выражении), но и количественный учет, что позволяет установить месторасположение хранения векселя, когда он поступил, кто ответственный, когда был списан и т.д. В модуле можно настроить любую модель учета векселей. Например, вести учет номинала и отклонений цены покупки/продажи от номинала, относить разницу на специальные счета учета отклонений, производить расчет курсовых разниц и т.п. Формы модуля выполнены в виде журналов бухгалтерских операций, что привычно для бухгалтеров, которые обычно регистрируют вексельные операции.

³² Бурсак А. Navision Ахарта: новые модули для российских пользователей// Финансовая газета, 2001 г., №21, с.14.

Из модуля «Управление запасами» заимствована идея учета векселей как номенклатуры. Это сделано по следующим причинам:

- во-первых, по векселям ведется количественный учет, а также необходимо знать месторасположение хранения векселя, что позволяет работать с карточной номенклатурой и складами (например, виртуальными складами);
- во-вторых, по векселям нужно вести номенклатурный учет. Для этого используется функциональность нумерации партий прихода номенклатуры;
- в-третьих, по векселям нужно вести учет номинала и отклонений цены покупки/продажи от номинала. Для этого может быть использована функциональность работы и расчета себестоимости по модели учета «Стандартная себестоимость»;
- в-четвертых, векселя могут продаваться, закупаться, эмитироваться, погашаться, передаваться и приниматься в качестве погашения задолженности. Все эти операции похожи на закупки/заказы – происходит работа с «номенклатурой» - векселем.

Из модуля «Главная книга» использован принцип работы с журналами бухгалтерских операций. Таким образом, были разработаны формы «Приобретение векселя» и «Реализация векселя», которые с точки зрения интерфейса являются промежуточным вариантом между формами бухгалтерских журналов и формами модулей «Закупки» и «Заказы».

Аналогия данного модуля с модулями «Главная книга» и «Управление запасами» позволит пользователям легко его освоить и понять логику.

Определение векселя в системе, как единицы учета

Каждый вексель, принимаемый компанией для учета, имеет собственный уникальный номер, дату выпуска, погашения, цену, тип (процентный, беспроцентный, фиксированный) и, следовательно, должен учитываться в системе отдельно и независимо от других векселей. Номер векселя является уникальным для одного эмитента, а для разных эмитентов номера могут повторяться, поэтому простого разграничения векселей по номерам для организации корректного учета недостаточно. Отражение дат выпуска и погашения необходимо для автоматического контроля за состоянием векселей (например, для оперативного отслеживания векселей, по которым подошел срок погашения).

В системе для идентификации векселя используется картотека номенклатурных единиц. При этом достаточно завести в системе всего две единицы учета – «Вексель, собственный» и «Вексель, сторонние организации». Для идентификации собственного векселя используется набор аналитических признаков, объединенных в один аналитический код, в котором учитывается: номер векселя, дата выпуска векселя, дата погашения, текст – дополнительное текстовое поле для более подробного описания векселя.

Для идентификации векселей сторонних организаций помимо указанного выше набора аналитических признаков используется понятие конфигурации номенклатуры. В качестве признака конфигурации выступает компания-эмитент. Таким образом выполняются требования по организации независимого учета в системе. При таком построении аналитических признаков система всегда идентифицирует различные векселя как разные единицы.

Кроме того, любые операции в системе по отражению движения векселей производятся с обязательным указанием данных аналитических признаков. На каждый вексель, приобретаемый компанией, формируется один аналитический признак, при этом если компания вторично приобретает вексель, то для него используется этот же аналитический признак. Данный подход удобен для анализа движения векселей.

Принятие векселя в оплату от клиентов

В случае, когда клиент производит оплату за товар векселем, в системе требуется отразить следующие операции:

- принятие векселя на баланс как независимой единицы учета;
- проведение бухгалтерских проводок по счетам;
- уменьшение дебиторской задолженности.

Счет, в погашение которого компания получает вексель, должен считаться оплаченным на сумму переданных векселей, а в Книге продаж должна отражаться оплата счета.

В системе Аксапта принятие векселя от клиента и одновременное уменьшение задолженности клиента производятся через модуль «Заказы». При этом для векселя указываются необходимые аналитические признаки. Одновременно происходит и проведение операций по счетам.

В модуле «Расчеты с клиентами» предусмотрена операция сопоставления операций по задолженности и погашению задолженности по клиенту, поэтому счет-фактура, выставленный клиенту, сопоставляется с векселями, поступившими в оплату счета.

При оформлении Книги покупок счет, оплаченный векселем, отражается как оплаченный на сумму сопоставления.

Оплата векселем счета поставщику

В случае если вексель передается поставщику в оплату счета, необходимо произвести следующие операции: выбытие векселя, проведение бухгалтерских проводок по счетам, уменьшение кредиторской задолженности перед поставщиком. Кроме того, счет, в погашение которого компания передает вексель, должен считаться оплаченным на сумму переданных векселей и в Книге покупок должна отражаться оплата счета.

Для удобства учета в системе передача векселя регистрируется в модуле «Закупки». Проведение операции отражается бухгалтерскими записями, при этом для векселя указываются необходимые аналитические признаки. Задолженность перед поставщиком сопоставляется с операцией передачи векселя и уменьшается на сумму сопоставления.

Следует отметить, что операции сопоставления организованы таким образом, что задолженность может быть сопоставлена с несколькими оплатами (как по клиенту, так и по поставщику), при этом совершенно не обязательно, чтобы оплата полностью закрывала счет. Кроме того, один вексель может приниматься как оплата в счет закрытия задолженности по нескольким счетам.

Рассмотрим пример.

Компания имеет задолженность в 150 000 руб. перед поставщиком А. В счет погашения задолженности она передает поставщику А следующие векселя:

собственный вексель ВВ №6798 на сумму 60 000 руб.

вексель Сбербанка УУ №7210 на сумму 90 000 руб.

Формируется следующий набор аналитических признаков:

на вексель Сбербанка

Эмитент	Номер векселя	Дата выпуска	Дата погашения	Описание
Сбербанк	УУ №7210	01.01.03	01.10.03	беспроцентный

на собственный вексель

Номер векселя	Дата выпуска	Дата погашения	Описание
ВВ №6798	12.12.02	По предъявлении	беспроцентный

Передача векселей отражается в модуле «Закупки».

Вексель, принятый к учету по одной цене, может быть впоследствии отдан по цене, отличной от цены приобретения. Это происходит, например, если вексель с течением времени изменил свою стоимость. Для учета необходимо отражение разницы стоимости, и это в системе происходит автоматически. Прибыль/убыток от передачи векселя отражается на счете, определенном при настройках номенклатурной группы для векселей.

Выдача собственного векселя

Данная операция не отражается в бухгалтерском учете до тех пор, пока вексель не выдан контрагенту. Однако если вексель уже выписан, но по каким-либо причинам еще не выдан, то компания должна иметь возможность отразить его во внутреннем учете в системе. Аналогично собственный вексель, который был возвращен компании, но еще не погашен, должен отражаться во внутреннем учете компании. В обеих ситуациях векселя могут быть выданы контрагенту в любое время. Система позволяет принять данные векселя к учету, не производя операции

по балансовым счетам компании. Такая организация учета векселей открывает следующие возможности:

- формировать списки собственных векселей, которые имеются в наличии;
- формировать общую сумму собственных векселей, имеющих в наличии;
- контролировать наличие собственных векселей, которые не погашены, и др.

Погашение векселя

Поступивший собственный вексель может быть отдан другому контрагенту или может прекратить свое существование, т.е. быть погашен. Данный собственный вексель поступает для учета в компанию с теми же аналитическими признаками, с которыми он был эмитирован. Следовательно, имеются сведения о тех поставщиках и клиентах, которым передавали вексель, от кого его получали, имеется информация о датах, ценах операции, а также о прибылях или убытках от произведенных по векселям операциям. По всем перечисленным выше показателям в системе можно сформировать отчеты, сгруппировав данные по различным признакам (по эмитенту, по номерам векселей, по их цене и др.).

В заключении отмечу, что система Аксапта полностью приспособлена для использования в российских условиях³³.

³³ Помелова Н. Автоматизированный учет векселей в системе управления предприятием// Финансовая газета. 2001. с.15.

Глава III: Современное состояние и прогноз вексельного рынка

§1. Структура и объем рынка

Условно структуру вексельного рынка можно разбить на векселя, активно обращающиеся на рынке, и нерыночные. Последние используются для проведения расчетов (в том числе внутрифирменных и внутрихолдинговых), обеспечения кредитов, выпускаются в процессе реструктуризации и секьюритизации долгов и практически не попадают на рынок. Рыночные векселя погашаются деньгами, иногда их некорректно называют финансовыми, и товарными – которые погашаются товарными поставками и предоставлением векселедателем услуг. Подобных векселей на рынке сегодня осталось мало. Поэтому, говоря об объемах и оборотах вексельного рынка, имеются в виду финансовые векселя.

Определить объем выданных векселей в масштабах экономики довольно сложно, поскольку обобщенной статистики не существует. Однако приблизительные расчеты позволяют привести некоторые данные.

Банки, согласно статистике Банка России на 1 февраля 2003 г., привлекли векселей на 255,5 млрд. рублей, из них со сроком платежа «до востребования» - 36,340 млрд. руб. и со сроками более года – 93,096 млрд. рублей. Оставшаяся половина векселей – а это около 126,061 млрд. рублей – сроком до года рассматривается операторами в качестве финансового инструмента с приемлемой ликвидностью³⁴(Приложение 2).

Векселей «Газпрома», согласно его финансовой отчетности, выпущено в обращение на сумму около 60 млрд. рублей, Тюменской НК – 3,27 млрд. рублей³⁵.

³⁴ Бюллетень банковской статистики. 2003. №3. С.72

³⁵ Каграманян И. и др. Рынок облигаций: перспективен, но неликвиден...// РЦБ.2002. №4.с.8

Объем векселей ООО «Межрегионгаза» (еще одного промышленного предприятия-векселедателя с развернутой вексельной программой) определить сложно из-за отсутствия доступной отчетности, но можно оценить примерно в 5-7 млрд. рублей. Компания Альфа-Эко М, которая занимает лидирующие позиции в ряде перспективных отраслей российской экономики, выпустила векселей на общую сумму 1,586 млрд. руб. Это высоколиквидные обязательства. Также существуют вексельные программы (ИАПО, АвтоВАЗ и некоторые другие), не превышающие 1 млрд. рублей по номиналу³⁶.

Таким образом, объем финансовых векселей, выпущенных предприятиями, составляет около 70 млрд. рублей, а общий объем вексельного рынка – 120-150 млрд. рублей на конец 2002 г.³⁷.

Как правило, ликвидность рынка долговых бумаг эмитента зависит от положительного опыта работы с ними. Так, сворачивание зачетных схем с использованием векселей ООО «Межрегионгаз» отрицательно сказалось на их ценах. В декабре доходность по ним выросла на 4-5% годовых³⁸.

Из банковских векселей наиболее ликвидными являются обязательства векселя Газпромбанка, Сбербанка, Альфа-Банка, банка «Менетеп Спб», МДМ-банка, Башкредитбанка и др.

Для банковских векселей определяющим фактором для повышения ликвидности является доходность при приобретении. На нее ориентируются большинство участников при выставлении котировок.

³⁶ Николкин В. Объем и структура вексельного рынка // Банковское дело в Москве. 2002. №9. С.40

³⁷ Николкин В. Объем и структура вексельного рынка // Банковское дело в Москве. 2002. №9. С.40

³⁸ Каграманян И. и др. Рынок облигаций: перспективен, но неликвиден...// РЦБ.2002. №4.с.8

Оборот наиболее ликвидной части вексельного рынка приближается к триллиону рублей в год. Общий совокупный оборот рынка эмиссионных бумаг не так давно превысивший 3 трлн. рублей³⁹.

С учетом банков и других финансовых учреждений (страховых компаний, пенсионных фондов и прочих), а также предприятий реального сектора объем сделок в день можно считать равным 3,5-4 млрд. рублей (против 700 млн. руб. с ГКО/ОФЗ, 108 млн. руб. с корпоративными облигациями и менее 10 млн. руб. с муниципальными облигациями). Общий объем векселей в портфеле банков, согласно статистике Банка России на 1 февраля 2003 года, составляет 213,3 млрд. рублей⁴⁰(Приложение 1).

В начале 2003 г. цены, как на векселя банков, так и на корпоративные векселя значительно выросли по сравнению с последними месяцами прошлого года. В процентном отношении рост составил в зависимости от эмитента от 2% до 10%. Очень сильно выросли цены на банковские из-за увеличения спроса, увеличения лимитов на банки и одновременно уменьшением многими игроками лимита на векселя Газпрома⁴¹.

Впервые за долгое время доходности по многим векселям сроком до 3 мес. стали ниже ставки рефинансирования на 2-4% (Приложение 5). На рынок наибольшее влияние оказывают количество рублей на корсчетах кредитных организаций, политика ЦБР и крупных спекулянтов на валютном рынке и, конечно же, слухи, политика и поведение самих эмитентов⁴².

³⁹ www.micex.ru

⁴⁰ Бюллетень банковской статистики. 2003. №3. С.81

⁴¹ Каграманян И. и др. Рынок облигаций: перспективен, но неликвиден...// РЦБ.2002. №4.с.8

⁴² Каграманян И. и др. Рынок облигаций: перспективен, но неликвиден...// РЦБ.2002. №4.с.8

Вексельный рынок по-прежнему характеризовала сравнительно низкая степень региональной диверсификации. Свыше 70% операций банков с векселями приходилось на московские банки. Доля московских банков в общем портфеле выпущенных банками векселей на конец 2002 г. превышала 85%, а в портфеле учтенных векселей – 87%⁴³.

Продолжается интенсивное развитие правовой и организационной инфраструктуры вексельного рынка.

Министерство экономического развития и торговли РФ при участии АУВЕР ведут разработку проекта новой редакции ФЗ «О переводном и простом векселе», определяющего порядок выпуска и обращения векселей в форме электронного документа с использованием электронно-цифровой подписи, а также общие принципы организации рынка коммерческих бумаг.

В настоящее время в России сложилась основа рынка коммерческих бумаг в виде существующего рынка векселей в качестве краткосрочных инструментов финансирования оборотных средств.

В международной практике это краткосрочные (до одного года) переводные или простые векселя, выдаваемые для публичного привлечения займы денежных сумм, путем выдачи одного векселя или любого количества векселей с одинаковыми реквизитами.

Следует отметить, что в настоящее время структура вексельного рынка характерна для рынка коммерческих бумаг: около 85% векселей выпускается со сроком обращения до одного года⁴⁴.

⁴³ Вестник банка России. 2002. №49. С.10

⁴⁴ Макеев А.В. России необходим организованный вексельный рынок// РЦБ.2002.№13.с.27

§2. Проблемы вексельного рынка

Одной из важнейших проблем вексельного рынка является защита прав инвесторов. С ней тесно связана проблема недопущения злоупотреблений на вексельном рынке. В силу международного статуса вексельного закона, возможности регулирования со стороны государства в этой области ограничены. Решение поэтому заключается в раскрытии информации в рамках саморегулирования рынка, что позволит инвестору оценивать кредитные риски.

На преодоление этих препятствий и направлен проект ФЗ «О внесении изменений и дополнений в ФЗ «О переводном и простом векселе».

Цели законопроекта:

- укрепление базы экономического роста путем облегчения и удешевления доступа к краткосрочному кредиту организаций реального сектора экономики;
- реализация норм ГК РФ, устанавливающих принципы свободы договора и свободы перемещения финансовых средств, возможность выдачи заемщиком векселя при получении в займы денежных сумм;
- реализация положений Программы социально-экономического развития РФ на среднесрочную перспективу, предусматривающих сужение сфер административного регулирования и поддержку формирования гражданско-правовых институтов саморегулирования рынка.

Существующее правовое регулирование оборота векселей, в том числе коммерческих бумаг, весьма разрозненно и отрывочно. До сих пор на вексельном рынке:

- отсутствует вексельная дисциплина, т.е. “строгое выполнение всех требований, как формальных, так и материальных, предъявляемых к вексельным обязательствам... когда каждый уверен, что находящийся у него вексель действительно предоставляет ему все права, вытекающие из факта обладания вексельным документом и что обязанные по векселю лица точно выполняют, а в случае надобности, будут государственной властью принуждены выполнить взятые на себя обязанности;
- не обеспечен процессуально строгий и скорый порядок взыскания по опротестованным векселям, не доступна информация по ним;
- не решена проблема безопасности⁴⁵.

Потребность в подготовке новой редакции Закона РФ «О переводном и простом векселе» продиктована отсутствием правовой основы существующего де-факто рынка коммерческих бумаг. Это приводит к высоким рискам, препятствует выходу кредитоспособных организаций на долговой рынок.

Не менее серьезно в настоящий момент стоит проблема фальшивых векселей. У многих векселей очень большой номинал, и подделывать их гораздо выгоднее, чем банкноты. Это стало реальной проблемой. Подделки бывают разной степени качества, так что непрофессионалу трудно отличить оригинал от фальшивки. Поэтому экспертиза играет важную роль. Положительным моментом является то, что в основном все векселедатели находятся в Москве и технически проверить вексель не столь трудно. Но подтверждение того, что вексель находится в реестре, не заложен и не украден, обычно предоставляется в свободной форме. И вид подтверждения зависит от конкретного векселедателя: кто-то в одной форме

⁴⁵ Макеев А.В. Финансовые инструменты предприятий. Недостающее звено // Банковское дело в Москве. 2002. №5. С.27

дает подтверждение, кто-то – в другой, кто-то проверяет бланки, кто-то не проверяет. Возникает риск купить поддельный вексель. Но этого риска можно избежать, если обратиться к профессиональным участникам вексельного рынка, т.е. хранить векселя в централизованном депозитарии. Тогда риск покупки фальшивой ценной бумаги просто исчезнет.

Но появляется другая проблема. С одной стороны, хранение упростит расчеты и несколько обезопасит операторов от возможных подделок, а с другой – это усложнит процедуру использования самого векселя. Вдобавок появятся риски, связанные с хранением векселей, и, конечно, появятся комиссионные. Плюс ко всему возникает вопрос по процедуре расчетов: допустим, как можно проводить сделку, когда у одного клиента вексель – в наличном виде, а у другого – в депозитарии?

Получается, что нужно открыть счет в депозитарии, внести вексель и произвести стандартную схему расчетов. Это ведет к дополнительным временным и материальным затратам. В принципе между операторами рынка расчеты с использованием единого депозитария, в котором хранятся векселя, возможны. Но между собой профессиональные участники заключают сделки не так часто, как с клиентами, которые продают-покупают редко, но их много и каждому будет необходимо также открыть счет в депозитарии, может быть, даже всего на одну сделку, что нерационально⁴⁶.

Еще одним слабым местом является форма векселя. Возьмем для примера бумажный носитель, на котором должен оформляться вексель. Такие документы требуют кропотливой и довольно дорогостоящей проверки на подлинность. А законопроект предусматривает снижение такого рода рисков путем введения

формы электронного документа для векселя, что сейчас уже широко принято в мировой практике. При этом за участниками рынка остается право выбора той или иной формы для векселя: традиционной, на бумажном носителе, либо формы электронного документа⁴⁷.

Этот вопрос является дискуссионным. Некоторые юристы утверждают, что это противоречит Женевским вексельным конвенциям. На самом деле все обстоит иначе. Сошлюсь, к примеру, на опыт Франции – участницы конвенций. В этой стране коммерческие бумаги, векселя предприятий давно уже существуют в форме электронного документа, что как раз и гарантирует снижение издержек и рисков. Никакого противоречия, конечно, Женевским конвенциям в этом нет.

Почему-то многие считают, что выдача векселей сериями противоречит природе векселя. На самом деле такой устаревший взгляд ничем не обоснован. Во всем мире стандартные серийные векселя (коммерческие бумаги) выпускаются сериями с целью привлечения займа денежных средств.

Строго в соответствии с действующим законодательством можно выдавать по одной сделки не один вексель, а сотню или тысячу векселей с одинаковыми реквизитами. Просто исторически вексель использовался таким образом, что по одной сделке выдавался один вексель. Но история развивается. И то, что было 500 лет назад, вовсе не обязательно должно действовать сегодня.

§3. Прогноз развития вексельного рынка.

На основе мирового опыта и изучения российского рынка векселей, в России необходимо создание организованного вексельного рынка и формирования адекватной правовой базы для выпуска и обращения коммерческих бумаг.

⁴⁶ Гришин Д. Борьба за выживание // РЦБ. 2002. №7. С.65

⁴⁷ Макеев А.В. Клондайк для оборотных средств // Банковское обозрение. 2002. №10. С.47

На международном финансовом рынке сектор коммерческих бумаг существует уже два десятилетия. В международной практике под ними обычно понимаются краткосрочные (до года) векселя, выдаваемые сериями на стандартных условиях для публичного привлечения займы денежных сумм. Рынок коммерческих бумаг не регулируется или слабо регулируется государством, благодаря чему используется для пополнения оборотных средств как реальным, так и финансовым секторами экономики. Он строится на основе саморегулирования на базе добровольного раскрытия информации. Этот рынок является самым быстрорастущим, достигая в некоторых странах половины объема облигационных займов, что обусловлено низкими регулятивными и налоговыми издержками⁴⁸.

В настоящее время в России сложилась основа этого рынка в виде существующего рынка векселей в качестве краткосрочных инструментов финансирования оборотных средств.

Задача заключается в том, чтобы дать добросовестным и кредитоспособным заемщикам финансовый инструмент, пригодный для публичного привлечения займы денежных средств на короткий срок на организованных рынках. Такому инструменту должны быть присущи минимальные регулятивные и трансакционные издержки и максимальное раскрытие информации инвестору. Материальная и процессуальная строгость, оборотоспособность, регулирование международным законом и саморегулирование на этой базе делают таковым инструментом коммерческие бумаги – общепринятый в международной практике класс стандартных серийных векселей.

Коммерческие бумаги дадут возможность Банку России более эффективно и

⁴⁸ Рубцов Б.Б., Миркин Я.М., Зернин Э., Коммерческие бумаги. Мировой опыт и возможности его применения в России // РЦБ. 1999. №24. С.7-14; Миркин Я.М. Коммерческие бумаги // РЦБ. 2000. №6. С.65

своевременно осуществлять надзорную функцию и предупреждать негативные явления в банковском секторе. Раскрытие информации по вексям (коммерческим бумагам), стандартность, открытость и ликвидность рынка сформируют предпосылки для эффективного и безопасного механизма управления рисками.

Как отмечает А. Козлов (Банк России), «создание организованного рынка векселей будет означать появление новых возможностей и для Банка России в области банковского регулирования на основе более достоверной информации о краткосрочных рисках. И, как следствие, возможности создания действенных механизмов рефинансирования на базе векселя, соответствующих современному положению денежно-кредитной системы»⁴⁹.

Наконец, создание рынка коммерческих бумаг обеспечит эффективную конкуренцию как кредиторов за заемщиков, так и наоборот. Показательно поэтому одобрение и поддержка законопроекта со стороны МАП России уже на стадии разработки его концепции.

Давние попытки сделать вексельный рынок биржевым и более регулируемым пока ни к чему не привели. Деятельность АУВЕР по созданию единых стандартов вексельного рынка заслуживает одобрения, но в России пока нет организованного рынка. Помещение векселей на хранение в единый депозитарий существенно уменьшит операционные риски инвесторов, но уничтожит одну из самых привлекательных особенностей векселя – простоту обращения и возможность использования в качестве расчетного инструмента в различных финансовых схемах.

Мнение инвестиционной компании «Файненшл Бридж», что наиболее

⁴⁹ Макеев А.В. России необходим организованный вексельный рынок // РЦБ. 2002. №13. С. 27

целесообразным было бы создание эффективной структуры в рамках действующего внебиржевого рынка. Например, универсальных центров верификации векселей, обращающихся на открытом рынке, что существенным образом снизило бы возможность покупки фальшивых и недобросовестным образом приобретенных векселей.

Каждый векселедатель по своему усмотрению осуществляет проверку подлинности бланков векселей, что и приводит к возникновению дополнительных операционных рисков инвесторов. Установление единых требований по верификации к векселедателям со стороны регулирующих органов повысит привлекательность вексельного рынка.

Кроме того, ни один оператор вексельного рынка не застрахован от недобросовестного поведения своего контрагента по сделке. Сейчас отсутствует единая процедура введения санкций к компаниям в случае отказа от сделки. В этом плане, например, в РТС действует жесткий регламент⁵⁰. Ввод единых правил заключения сделок на рынке с жесткими санкциями за их несоблюдение приблизит вексельный рынок к цивилизованным стандартам.

Таким образом, установление единых стандартов поведения всех участников вексельного рынка, а также повышение открытости компаний-векселедателей существенно повысят привлекательность этого инструмента и позволят дополнительно кредитовать российские компании для проведения эффективных экономических программ⁵¹.

В настоящее время вексельный рынок качественно отличается от того, каким

⁵⁰ Стома А. Текущее состояние и перспективы развития рынка финансовых долговых инструментов с фиксированной доходностью // РЦБ. 2001. №6. С.108

⁵¹ Стома А. Текущее состояние и перспективы развития рынка финансовых долговых инструментов с фиксированной доходностью // РЦБ. 2001. №6. С.108

он был несколько лет назад. Большинство обращающихся на рынке векселей выпущены достаточно надежными банками и компаниями, что открывает новые горизонты для их применения.

Прежде всего, это использование векселя в качестве инвестиционного инструмента, аналога корпоративной облигации. В дальнейшем векселя так и будут применяться для привлечения средств с финансового рынка. Речь идет о привлечении средств путем выдачи собственных векселей с определенным дисконтом. Такая функция проистекает из особенностей эмиссии корпоративных облигаций в нашей стране – необходимости регистрировать проспект эмиссии, что довольно трудоемко, но самое главное – это требование оплаты налога на операции с ценными бумагами в размере 0,8% от номинального объема эмиссии. В силу того, что рынком в настоящий момент наиболее востребованы бумаги сроком в 3-6 месяцев, выплата налога вызывает довольно серьезное удорожание выпуска для эмитента, тем более в условиях относительно невысоких ставок.

Векселя в этом отношении довольно удобный инструмент, т.к. они не являются эмиссионной ценной бумагой и не требуют регистрационных процедур при выпуске, поэтому многие предприятия и банки все чаще прибегают к их размещению для привлечения средств с финансового рынка.

Также векселя так и будут служить весьма удобным инструментом для роста информационной «прозрачности» эмитента и формирования публичной кредитной истории. Довольно часто выпуск векселей является первым этапом, за которым следует размещение облигационных займов, а в перспективе – и еврооблигационных. По такому пути прошла ТНК, еще некоторые крупные российские корпорации объявили о приверженности данной стратегии.

Еще один аспект, на котором следует сконцентрировать внимание, - необходимость обслуживания вексельного займа на высоком технологическом уровне.

Разработка полноценной вексельной программы и выпуск векселей в обращении требуют значительного опыта работы на финансовом рынке, поэтому самостоятельно организовать и разместить заем для большинства предприятий довольно проблематично, в силу чего они обращаются к крупнейшим операторам вексельного рынка – инвестиционным компаниям и банкам (Доверительный и Инвестиционный Банк, ИК Регион, ФТК, ФИК Лидинг). Те, разработав вексельную программу, как правило, выступают основными покупателями всего объема выпущенных векселей, размещая их заем на открытом рынке. В силу этого вексельный рынок становится безопасным и предсказуемым, т.к. такой механизм поступления векселей на рынок гарантирует их от подделки, дефектов формы, ошибок в цепочках индоссаментов и т.д.

Поэтому все больше операторов будут ориентироваться на вексельный рынок как источник прибыли, и все больше предприятий и банков будут прибегать к заимствованиям на нем как к источнику краткосрочных финансовых ресурсов⁵².

Дальнейшее развитие вексельного рынка возможно в постепенной трансформации его в рынок коммерческих бумаг. Следует отметить, что в настоящее время структура вексельного рынка характерна для рынка коммерческих бумаг: около 85% векселей выпускается сроком обращения до года⁵³.

Реализация вексельной программы по технологии коммерческих бумаг

⁵² Николкин В. Вексель – новый облик старого знакомого //РЦБ. 2002. №8. С.35

⁵³ Зернин Э. Финансовые инструменты. Недостающее звено. // Банковское дело в Москве. 2002. №5. С.28

должна иметь следующие этапы:

- структурирование программы, определение технологии выпуска векселей;
- подготовка информационного меморандума;
- формирование инфраструктуры обращения бумаг;
- предоставление программы инвесторам;
- размещение бумаг на открытом рынке;
- поддержание ликвидности вторичного рынка;
- погашение векселей по мере наступления срока.

Для успешной реализации помимо векселедателя в ней должны принять участие: организатор программы, домицилиат (платежный агент) и депозитарий.

Для окончательной трансформации вексельного рынка в рынок коммерческих бумаг необходимо выполнение следующих условий:

- развитие практики безналичного клиринга;
- создание организованной торговой площадки;
- повышение финансовой прозрачности векселедателей;
- построение комплекса мероприятий по взаимоотношению с инвесторами.

Реализация программы трансформации вексельного рынка в рынок коммерческих бумаг станет качественно новым шагом в развитии рынка корпоративного долга, существенно улучшит возможность привлечения промышленными компаниями средств с денежного рынка, а участникам рынка даст новый более безопасный и ликвидный инструмент для краткосрочных вложений.

Особых изменений на денежном рынке, которые могли бы оказать существенное влияние на ситуацию на вексельном рынке, в ближайшее время не

предвидится. Поэтому на фоне высокого уровня рублевой ликвидности и недостатка новых бумаг (многие банки вновь приостановили выпуски векселей, либо предлагают ставки, которые по не интересны инвесторам) плавное снижение доходности по ценным бумагам «второго» и «третьего» эшелонов может продолжиться. В то время как по «дорогим» векселям первого эшелона процентные ставки сохраняться на прежнем уровне, а их дальнейшее движение будет зависеть от рынка федеральных государственных ценных бумаг, существенное изменение доходности которых в настоящее время маловероятно⁵⁴ (Приложение 6,7,8,9).

Заключение

Важным сектором рынка корпоративных ценных бумаг является рынок векселей, где в 2000-2002 гг. наблюдаются двойственные тенденции. С одной стороны, в связи с оздоровлением ситуации в нефинансовом секторе экономики снизилась значимость векселей как расчетного средства (если в 2000 г. доля векселей в расчетах составляла более 20% от общего объема выручки, то в 2002 г. она упала до 5-7,5%). С другой стороны, расчетные векселя были успешно замещены финансовыми векселями ведущих эмитентов (Сбербанк РФ). Результатом опережающих темпов роста операций с наиболее надежными и высоколиквидными векселями стал рост оборотов, которые значительно превышают обороты остальной части долгового рынка (среднедневной оборот сделок с финансовыми векселями – около 5 млрд. руб., среднедневной оборот рынка ГКО/ОФЗ составляет около 0,3 млрд. руб., корпоративных облигаций – 0,1 млрд. руб.)⁵⁵.

⁵⁴ www.regnm.ru

⁵⁵ Николкин В. Вексель – новый облик старого знакомого// РЦБ.2002.№8.с.35

Продолжают развиваться информационные системы торговли векселями, активизировалась работа над проектами создания и развития биржевых систем обращения векселей. Развитие инфраструктуры вексельного рынка сопровождалось выходом на рынок новых эмитентов (ИАПО, АвтоВАЗ, «Пласткард», «Штерн Цемент»). Результатом этих процессов стал приток на рынок новых капиталов, а также заметный рост оборотов банковских операций с векселями (на 01.01.03. –208547 млн. р., на 01.02.03 – 235737 млн. р.)⁵⁶.

Вексель, таким образом, является распространенным инструментом финансирования российского реального сектора. С их помощью предприятия покрывают кассовые разрывы, пополняют оборотные средства, привлекают кредит поставщиков и контрагентов. Векселя открывают для товаропроизводителей доступ к более дешевому (на срок до года), чем банковский кредит или облигационный заем, источнику ресурсов, возможность гибко управлять долгом за счет диверсификации инвесторов и сроков заимствований (от месяца до трех месяцев, от трех месяцев до полугода, 6-9 месяце, 9-12 месяцев).

Преимущество векселя перед банковской ссудой в том, что предприятие может относительно быстро организовать заимствование, сформировать новую либо исправить прежнюю испорченную кредитную историю.

В настоящее время вексельный рынок в России предлагает бумаги для инвестиций, кредитных и расчетных операций. Векселя как инструмент краткосрочного финансирования служат первым шагом и дополнением к облигационным займам сначала на внутреннем, а затем на внешнем рынках капитала.

Оптимальный режим кредитования реального сектора экономики России в

⁵⁶ Бюллетень банковской статистики.2003.№,2,3.с.62

значительной мере зависит от создания организованного рынка векселей и биржевого рынка коммерческих бумаг.

В данный момент сложилась основа организованной части вексельного рынка в виде существующего де-факто рынка векселей как краткосрочных инструментов финансирования оборотных средств.

Поддержка рынка коммерческих бумаг в интересах государства, т.к. он создает обращаемые инструменты, которые способны привлекать инвесторов, быть ликвидными, доходными, обращаться на организованном рынке и нести меньшие риски.

Поэтому появилась потребность в подготовке новой редакции Закона РФ «О переводном и простом векселе». Работа над законопроектом направлена на то, чтобы выделить из вексельного оборота его наиболее здоровую часть и создать для ее развития все необходимые условия. И одновременно отсеять часть оборота, которая используется рынком для всякого рода сомнительных схем.

Социально-экономический эффект легализации коммерческих бумаг сводится к более эффективному пополнению оборотных средств предприятий. Собственно говоря, этого уже достаточно. Надо сказать, что и сейчас вексельный оборот – это единственный, по сути, наиболее развитый и самый большой с точки зрения объемов механизм пополнения оборотных средств. Задача состоит в том, чтобы сделать его по мере возможности менее подверженным издержкам и рискам.

Ведь существенными недостатками рынка векселей остаются: непоследовательное и отрывочное правовое регулирование, отсутствие взаимосвязи общегражданского и вексельного права. До сих пор на вексельном рынке России не вполне обеспечен процессуально строгий и скорый порядок

взыскания по неоплаченным векселям; недоступна информация по протестованным векселям; не решена проблема безопасности – имеет место мошенничество, причем в немалых масштабах.

Необходимость создания организованного вексельного рынка, установление единых стандартов поведения всех участников вексельного рынка – векселедателей и векселедержателей, а также повышение открытости компаний векселедателей существенно повысят привлекательность этого уникального финансового инструмента.

Реализация программы трансформации вексельного рынка в рынок коммерческих бумаг станет качественно новым шагом в развитии рынка корпоративного долга, существенно улучшит возможности привлечения промышленными компаниями средств с денежного рынка, а участникам рынка даст новый более безопасный и ликвидный инструмент для краткосрочных вложений.

В этом случае все больше операторов будут ориентироваться на вексельный рынок как основной источник прибыли, и все больше предприятий и банков будут прибегать к заимствованиям на нем как к источнику краткосрочных финансовых ресурсов.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Конвенция о единообразном законе о переводном и простом векселе. Заключена в Женеве 7 июля 1930 г.
2. Конвенция, имеющая целью разрешение некоторых коллизий законов о переводных и простых векселях. Заключена в Женеве 7 июля 1930 г.
3. Конвенция о гербовом сборе в отношении переводных и простых векселей. Заключена в Женеве 7 июля 1930 г.
4. Федеральный Закон от 11 марта 1997 г. №48-ФЗ “О переводном и простом векселе”
5. Постановление ЦИК и СНК СССР от 7 августа 1937 г. № 104/1341 “О введении в действие положения о простом и переводном векселе”.
6. Гражданский кодекс Российской Федерации
7. Постановление пленумов ВС РФ №33, ВАС РФ №14 от 04.12.2000 г “О некоторых вопросах практики рассмотрения споров, связанных с обращением векселей»
8. Положение ЦБ РФ №122-П «О порядке предоставления Банком России кредитов банкам, обеспеченных залогом и поручительствами» от 3 октября 2000 г.
9. Положение ЦБ РФ №65-П «О проведении Банком России переучетных операций» от 30 декабря 1998 г.
10. Анесянц С.А. Основы функционирования рынка ценных бумаг.-М.: Контур, 1998.-368 с.
11. Березина М. П. Безналичные расчеты в экономике России: анализ практики. -М.: Финансовая Академия при Правительстве РФ,1997. 278 с.
12. Вишневский А.А. Вексельное право.-М.: Юристъ, 1997.-225с.
13. Галанов В.А., Басов А.И. Рынок ценных бумаг. -М.: Финансы и статистика, 1998.-352 с.
14. Дробозина Л. А. Финансы. Денежное обращение. Кредит. -М.:Финансы, Юнити, 1997.-379 с.
15. Макеев А.В. Неэмиссионные ценные бумаги. Ч. 1. Векселя. -М.: Финансовая Академия, 2002. -168 с.
16. Маренков Н.Л. Российский рынок ценных бумаг и биржевое дело. -М.: Эдиториал УРСС, 2000. -464 с.
17. Познякова Л.А. Вексель и область его применения. -М.: Центр подготовки персонала Банка России, 1999.-69 с.
18. Рот А., Захаров А., Миркин Я. и др. Основы государственного регулирования финансового рынка. -М.: Юридический Дом Юстицинформ, 2002.- 512 с.

19. Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. –М.: ФА, 2000.-312 с.
20. Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки. М.: Инфра-М, 1996. –304 с.
21. Семенкова Е.В. Операции с ценными бумагами. -М.: Инфра-М, 2000.- 328 с.
22. Базаров М. Возрождение векселя// Банковское обозрение.-2002.-№4.-с.40-42
23. Бюллетень банковской статистики. -2003.- №3(118).-с 72-71, 80-83
24. Бурсак А. Navision Ахарта: новые модули для российских пользователей// Финансовая газета.-2002.-№21.-с.14
25. Вестник Банка России.-2002.-№49.-с.10-11
26. Галкин В., Николкин В. Стратегия выхода предприятия на вексельный рынок// РЦБ.- 2002.-№20.-с.28-34
27. Гришин Д. Борьба за выживание// РЦБ.-2002.-№7.-с.65-66
28. Ефимова Ю. Облигация векселю не помеха// Финансовая Россия.-2002.-№34.-с.12
29. Каграманян И. и др. Рынок облигаций: перспективен, но неликвиден...// РЦБ.-2002.- №4.-с.8-13
30. Кудяков О. Организация вексельных программ с использованием депозитария// РЦБ.- 2002.-№10.-с.54-56
31. Макаревич Л. Векселя позволяют одалживать без залога// Общество и экономика.- 2002.-№3-3.-с.40-41
32. Макеев А.В. Клондайк для оборотных средств// Банковское обозрение.-2002.- №10(40).-с.47-49
33. Макеев А.В. России необходим организованный вексельный рынок// РЦБ.-2002.-№13.- с.27-31
34. Макеев А.В. Система рефинансирования коммерческих банков под залог векселей промышленных предприятий – второе рождение// РЦБ.-2002.-№6.-с.142-144
35. Макеев А.В., Зернин Э. Финансовые инструменты предприятий. Недостающее звено// Банковское дело в Москве.-2002.-№5.-27-28
36. Николкин В. Вексель – новый облик старого знакомого// РЦБ.-2002.-№8.-с.35-37
37. Николкин В. Объем и структура вексельного рынка// Банковское дело в Москве.-2002.- №9.-с.40-42
38. Панкко Т. Ключ к инвестициям// Экономика и жизнь.-2002.-№8.-с.4
39. Полосина О. Вексель на распутье// Известия.-2002.-№72.-с.7
40. Помелова Н. Автоматизированный учет векселей в системе управления предприятием// Финансовая газета.-2001.-№14.-с.15
41. Семенов С. Вексель и действительные деньги// Финансист.-2001.-№1.-с.25-26

42. Стома А. Текущее состояние и перспективы развития рынка финансовых долговых инструментов с фиксированной доходностью// РЦБ.-2001.-№6.с.108-110
43. Титова Г. Практика рассмотрения споров, связанных с обращением векселей// Финансовая газета.-2001.-№17.-с.12
44. Эрделевский А.М. Вексель в гражданском обороте// Финансы.-2001.-№8.-с.15-17
45. www.auver.ru - интернет-представительство АУВЕР.
46. www.cbr.ru - интернет-представительство Центрального Банка России.
47. www.cbrf.ru - интернет-представительство Сберегательного банка.
48. www.micex.ru- интернет-представительство ММВБ.
49. www.regnm.ru - интернет-представительство ЗАО ИФК «Регион».