

Владимир Николкин

генеральный директор ЗАО «Депозитарная компания РЕГИОН»

Александр Ермак

директор департамента аналитических исследований ИК «РЕГИОН»

Структура российского рублевого долгового рынка

В 2002 г. – первой половине 2003 г. российский рынок рублевых долговых инструментов претерпел достаточно существенные изменения как в количественном, так и в качественном отношении, причем эти изменения коснулись как корпоративных (корпоративных облигаций и векселей), так и государственных ценных бумаг. В целом за 1,5 года суммарный объем долгового рынка вырос, по нашим оценкам, примерно на 89%, составив на начало июля около 645 млрд руб. по номиналу.

При этом нельзя не отметить активизацию государства на рынке внутренних заимствований: доля государственных (федеральных) ценных бумаг составляет сегодня порядка 47%, а их объем в обращении вырос в 2002 г. на 35,6%, а с начала 2003 г. еще на 38,6% до 300,8 млрд руб. по номиналу. Одновременно заметно активизировались и субъекты Российской Федерации, хотя их доля в общем объеме пока невелика (около 7%), а суммарный объем займов в обращении составляет порядка 45 млрд руб.

В 2002 г. - первой половине 2003 г. рынок корпоративных облигаций был одним из наиболее бурно растущих секторов долгового рынка: его объем в обращении увеличился за этот период более чем на 90%, превысив 130 млрд руб. по номиналу, а за 2003 г., по некоторым оценкам, может удвоиться.

Вторым на долговом рынке по объему в обращении (и по-прежнему первым на рынке корпоративного долга) является рынок векселей, долю которого в суммарном объеме мы оцениваем приблизительно в 26% (150 – 170 млрд руб.). Вексельный рынок остается и одним из наиболее ликвидных секторов долгового рынка - ежедневный оборот по вексям составляет, по нашим оценкам, порядка 2,5-3 млрд руб. против 1,2 млрд руб. на рынке ГКО/ОФЗ и 0,85 млрд руб. на рынке корпоративных облигаций (оценочный показатель по оборотам на биржевом рынке) (рис.1, 2).

Рисунок 1.

Структура долгового рублевого рынка
(по состоянию на 1 июля 2003 г.)

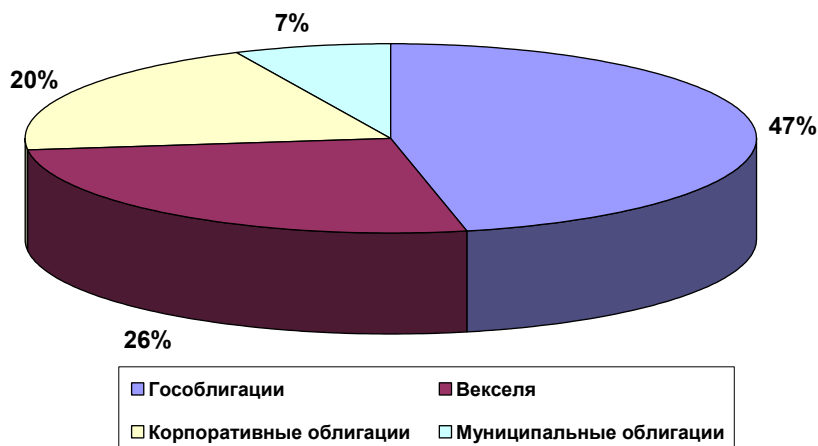
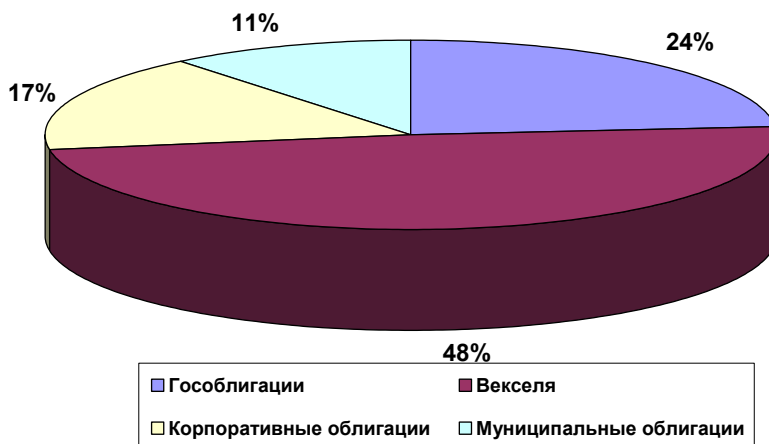


Рисунок 2.

Структура дневного оборота долгового рынка
(по итогам 6 месяцев 2003 г.)

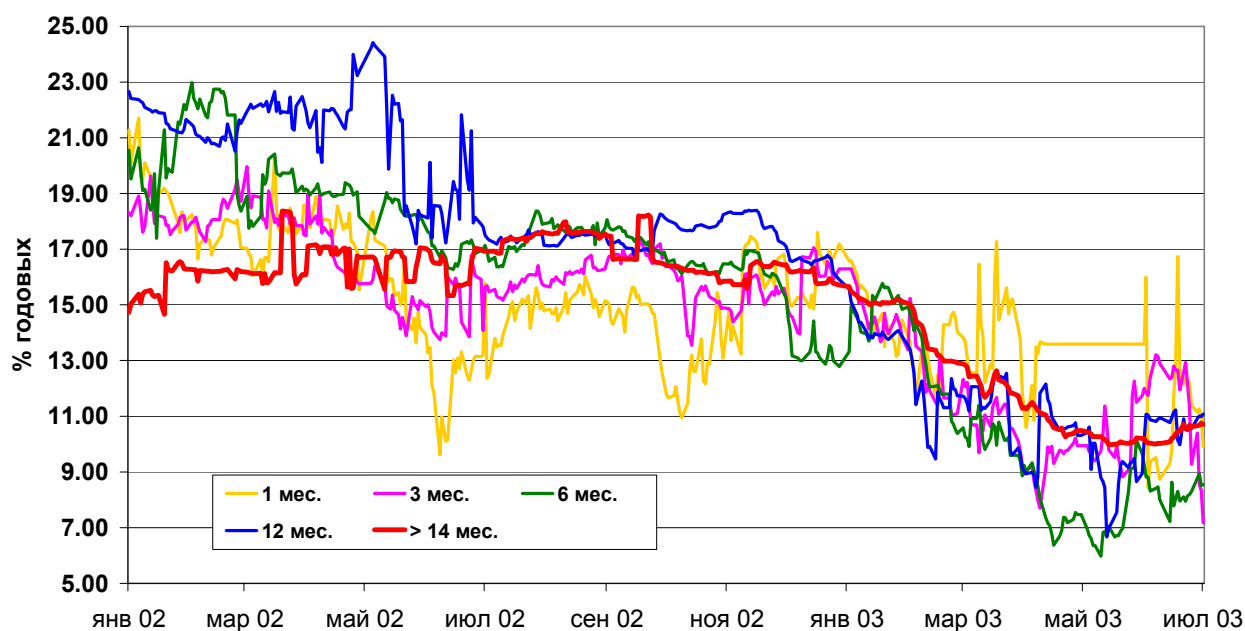


Конъюнктура рынка

По мере снижения инфляции и повышения ликвидности долговых рынков снижалась доходность ценных бумаг, своеобразным «локомотивом» для которых стал рынок ГКО/ОФЗ. По итогам 2002 г. доходность на среднесрочном сегменте федеральных облигаций снизилась до 13,5% годовых, на долгосрочном - до 13,9% годовых против 16-18% годовых в начале года. В первой половине 2003 г. падение доходности продолжилось, и по состоянию на середину года доходность самых долгосрочных выпусков опустилась ниже 8% годовых. Кроме того, снижение доходности на рынке ГКО-ОФЗ стимулировало снижение ставок в других секторах рублевых долговых инструментов.

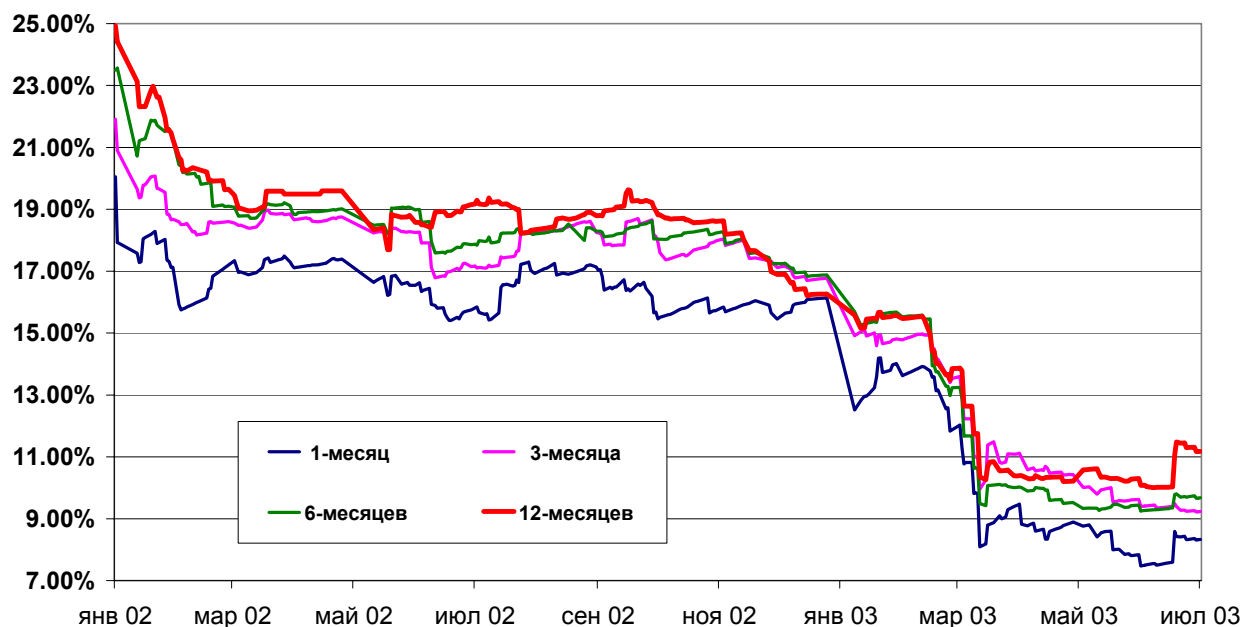
Так, например, годовой индекс корпоративных облигаций, рассчитываемый ИК «РЕГИОН», снизился с 22-22,5% в начале 2002 г. до 9,5-10,0% годовых к концу мая 2003 г.. Правда, в результате коррекции, наблюдаемой в июне текущего года, к началу июля индекс вырос до 11% годовых (рис.3).

Индексы корпоративных облигаций ИК "РЕГИОН"



Аналогичные тенденции в изменении доходности наблюдались и на рынке векселей. Годовой вексельный индекс «RUX-РЕГИОН» снизился за 1,5 года более чем на 15 п.п., составив на начало июня 2003 г. порядка 10% годовых (порядка 11,2-11,5% на начало июля 2003 г.) (рис.4).

Вексельные индексы "RUX-РЕГИОН"



Процентные ставки по самым «долгосрочным» (с погашением в 2004 г.) векселям Газпрома упали к концу декабря 2002 г. до 15% годовых, а к концу июня до 7,0-7,5% годовых. При этом нельзя не отметить, что векселя Газпрома доминировали на вексельном рынке в течение долгого периода после кризиса, занимая более 50% и оставаясь своеобразным «benchmark» для вексельного рынка.

Основные участники рынка

В настоящее время на вексельном рынке представлены ценные бумаги как промышленных компаний, так и коммерческих банков.

Промышленные компании

Крупнейшим векселедателем среди промышленных компаний является РАО «Газпром», хотя объем его векселей в последнее время стремительно снижается. Так, если на начало 2002 г. объем векселей Газпрома составлял в обращении порядка 90 млрд руб., то на 1 октября 2002 г. он снизился более чем вдвое до 35 млрд руб., а на 1 апреля 2003 г. – до 18 млрд руб. В течение 2002 г. Газпром стремился снизить объем выпускаемых векселей до размеров, необходимых лишь для удовлетворения краткосрочных потребностей в денежных средствах, для чего проводилась политика замещения вексельных заимствований на другие виды привлечения ресурсов – как посредством прямого кредитования, так и облигационных займов (на внутреннем и внешнем рынке). Переход на расчеты денежными средствами вместо существующей вексельной системы расчетов является одной из задач в утвержденной программе снижения издержек компании. Сокращение объема векселей также является следствием более активной работы с дебиторской задолженностью, изменения схемы реализации газа внутренним потребителям (проводимыми в соответствии с принятой инвестиционной программой компании и рекомендованными правительством РФ).

В то же время Газпром пока остается крупнейшим векселедателем среди промышленных компаний (табл. 1).

Таблица 1. Крупнейшие векселедатели (по состоянию на конец I кв. 2003 г.)

Газпром	около 18 млрд. руб.
Межрегионгаз	порядка 5 млрд. руб.
ГМК «Норильский Никель»	около 4,4 млрд.руб.
Салаватнефтеоргсинтез	3 млрд. рублей
ТНК	около 1,3 млрд. руб.
АК АЛРОСА	1,6 млрд. руб.
АвтоВАЗ	около 1,3 млрд. руб.

Источник: финансовая отчетность компаний, оценка ИК «РЕГИОН»

В то же время отказ Газпрома от выписки векселей и сокращение его доли рынка позволило другим компаниям более активно привлекать финансовые ресурсы посредством выписки векселей. Все больше векселедателей выходят на рынок с разработанной и утвержденной на длительный срок программой заимствования на вексельном рынке, уделяя при этом особое внимание вопросам раскрытия информации и общения с потенциальными инвесторами. Компании, осуществившие выход на вексельный рынок в 2003 г., и основные условия выпуска их векселей представлены в таблице 2.

Таблица 2. Компании, осуществившие выход на вексельный рынок в 2003 г., и основные условия выпуска их векселей.

Компания	Условия вексельного займа
ОАО "Машиностроительная лизинговая компания "Машлизинг"	Программа внешнего финансирования объемом 600 млн. рублей состоит из нескольких этапов и рассчитана на 2 года. На 1-м этапе (январь 2003 г.) - векселя на сумму до 30 млн. руб. со

		сроками погашения от 1-го до 3-х месяцев. 2-ой этап (весна-лето 2003г.) - эмиссия векселей со сроком погашения от 6 до 12 месяцев на сумму до 100 млн. рублей. Возможен выпуск векселей с авалем предприятий-лизингополучателей. Третий этап – выпуск облигационного займа. Планируемый объем 300-500 млн. руб. Начало размещения – конец 2003г.
ОАО «Ярославские краски»		В феврале 2003 г. объединение «Ярославские краски» приступило к реализации второго этапа программы внешнего финансирования. Размещаются векселя сроком погашения 4 -7 месяцев общей вексельной суммой 200 млн. рублей. На первом этапе в ноябре - декабре 2002 г. был размещен вексельный заем объемом 50 млн. рублей.
ОАО "Русские краски"		В январе компания привлекла внешнее финансирование в размере 50 млн. рублей путём публичного размещения вексельного займа на стандартных условиях. В обращение выпущены полугодовые векселя номиналом 1 миллион рублей. Срок погашения векселей - июль 2003 года.
НК «Альянс»		Объем выпуска векселей в рамках 1-го этапа финансирования составил 150 млн. рублей. Срок обращения составил 1 -3 месяца.
ФГУП «Российская самолетостроительная корпорация «МиГ»		В феврале осуществлено размещение полугодовых векселей объемом 300 млн. руб. со следующими параметрами: процентные векселя номиналом 1, 2, 3 и 5 млн. руб. со сроком погашения 20 августа 2003 года.
«Аквариус Финанс»		Группа "Аквариус" в лице компании "Аквариус Финанс" осуществила в марте 2003 года выпуск третьего транша векселей в рамках объявленной осенью 2002 г. программы внешнего финансирования. Простые дисконтные векселя будут номинированы в евро, но при этом все расчеты по ним будут производиться в рублях по курсу Банка России. Общий объем займа составит €10 млн. Номинальная стоимость векселей составит €5000, €15000, €30000, €50000 и €100000. Сроки обращения – 3, 6 и 12 мес.
ОАО "Авиакомпания "ЮТэйр"		В апреле 2003 г. в рамках реализации вексельной программы ОАО "Авиакомпания "ЮТэйр" было осуществлено размещение простых дисконтных векселей авиакомпании на общую сумму 300 млн. рублей со сроком обращения 4 и 6 месяцев. В июне 2003 года был реализован 2-й транша вексельной программы авиакомпании со сроком обращения 6 месяцев и объемом 200 млн. рублей.
'РУСАГРОКАПИТАЛ'		В апреле 2003 года началась реализация вексельной программы агропромышленного холдинга 'РУСАГРОКАПИТАЛ'. На первом этапе - размещение вексельного займа объемом 300 млн.рублей. Срок погашения векселей через 2 - 9 месяцев.
ОАО "ВИНАП"		В апреле 2003 года началась реализация вексельной программы ОАО "ВИНАП", в рамках которой планируется размещение простых дисконтных векселей объемом 150 млн. рублей. Срок

	погашения векселей составит 3 и 6 месяцев.
Компания «НТ Компьютер»	В мае 2003 года компания «НТ Компьютер» объявила о начале реализации первого этапа программы внешнего финансирования. В рамках реализации программы планируется выпуск простых дисконтных векселей общим объемом 100 млн. рублей. Срок погашения векселей составит 2, 3 и 6 месяцев. Общий объем программы внешнего финансирования составляет 1,1 млрд. руб.
ОАО «САЛАВАТНЕФТЕОРГСИНТЕЗ»	Объем первого транша векселей, выпущенных в мае 2003 года в рамках вексельной программы ОАО «Салаватнефтеоргсинтез», составил 500 млн. рублей по номиналу. Номинал каждого векселя составляет 10 млн. рублей. Срок обращения 6 и 12 месяцев.
ОАО «Российская инновационная топливно-энергетическая компания»	ОАО «РИТЭК» начало реализацию вексельной программы, в рамках которой компанией будут выпущены дисконтные векселя общей номинальной стоимостью 300 млн. рублей. Срок обращения векселей составит 3 и 6 месяцев.
ОАО «Авиационный комплекс им. С.В. Ильюшина»	Объем первого выпуска составит 150 млн. рублей, срок обращения – три месяца.
ОАО "Тяжмаш"	В июне 2003 года началось первичное размещение векселей ОАО "Тяжмаш" со сроком обращения 1,5 месяца.
ОАО «Завод им. В.А. Дегтярева»	26 июня 2003 года завершилось размещение векселей, выпущенных ОАО «Завод им. В.А. Дегтярева» в рамках вексельной программы. Параметры вексельной программы: тип - дисконтные векселя; срок платежа - 16 декабря 2003 года; объем вексельной программы - 200 млн. руб.; вексельная сумма 1 векселя - 10 млн. рублей.
ЗАО «ГЛАВПРОДУКТ»	Первый этап программы предусматривает выпуск простых дисконтных векселей общим объемом 90 млн. рублей. Сроки погашения векселей составят 2, 3 и 6 месяцев. Планируемая дата начала размещения – первая декада июля 2003 года.

Кроме того следует отметить продолжающуюся реализацию вексельной программы ОАО «АВТОВАЗ». С начала реализации вексельной программы (начало 2002 г.) были размещены векселя АО «АВТОВАЗ» серии АВ на общую сумму 3 млрд руб., из которых 1,7 млрд руб. погашены, 1,3 млрд руб. - находятся в обращении. Объем ежемесячного транша векселей составляет порядка 100-200 млн руб. Срок обращения векселей увеличен в последнее время до 9 месяцев. Размещение и вторичное обращение векселей осуществляется, в том числе и в безналичном порядке с использованием счетов ДЕПО, открытых участниками вексельного рынка в депозитарии Внешторгбанка.

Коммерческие банки

Однако основной объем на вексельном рынке занимают все же банки, привлекающие средства с финансового рынка путем выписки своих векселей. Такая операция выгодна как банкам, так и инвесторам, т.е. покупателям векселей. Для банков значительно расширяется ресурсная база за счет операторов долгового рынка (а это – инвестиционные компании и другие банки), а у покупателей возникает больше возможностей для размещения свободных средств в рублевые долговые инструменты. По данным Банка России, на 1 апреля 2003 г. объем выпущенных векселей банками составлял более 282,266 млрд руб.,

увеличившись за почти 1,5 года на 123%. При этом объем рыночных векселей (за исключением векселей до востребования и со сроком обращения более года) составляет более 210 млрд руб. или почти 75% (рис.5, табл. 3).

Рисунок 5.



Таблица 3. Крупнейшие векселедатели – коммерческие банки

Краткое наименование	Тыс. руб.
СБЕРБАНК РОССИИ	42 704 270
ВНЕШТОРГБАНК	29 358 260
АЛЬФА-БАНК	21 228 044
ГАЗПРОМБАНК	19 595 529
БАНК МОСКВЫ	10 984 598
РОСБАНК	7 200 520
УРАЛСИБ	6 276 185
МДМ-БАНК	5 780 907
НИКОЙЛ	3 493 423
МЕНАТЕП САНКТ-ПЕТЕРБУРГ	3 432 501
ГУТА-БАНК	2 977 365
ТАТФОНДБАНК	2 180 751

** Объем выпущенных векселей со сроком погашения от 31 дня до 3 лет*

Проблемы вексельного рынка и пути их решения

Развитие практики выпуска векселей с целью привлечения краткосрочных денежных средств постоянно расширяется благодаря ряду преимуществ для векселедателей, которые кратко можно сформулировать так:

- более свободный и легкий доступ к долговым капиталам;
- повышение финансовой устойчивости предприятия-векселедателя;
- сокращение регулятивных издержек;
- потенциальное снижение стоимости финансовых ресурсов для предприятия-векселедателя;

- упрощение управления долговым портфелем;
- возможность использования векселей в качестве расчетного средства.

В то же время вексельный рынок остается и наиболее привлекательным для инвесторов с точки зрения доходности. Однако надо понимать, что вексельный рынок – крупнооптовый, номинал одного векселя, как правило, не меньше 1 млн руб., поэтому покупателями чаще всего выступают банки, инвестиционные компании и иные институциональные инвесторы. Промышленных предприятий среди покупателей меньше, а физических лиц практически нет. Кроме того, 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 сводится к минимуму, хотя на вторичном рынке, работая с недостаточно известными операторами, приобрести фальшивые векселя либо векселя с дефектами формы все же возможно. Выходом из этой ситуации служит организация «безналичного» обращения векселей, путем помещения их в кастодиальный депозитарий (подробнее об этом мы поговорим несколько позже).

Еще одним моментом, снижающим привлекательность векселя в глазах инвестора, является недостаточная информационная прозрачность векселедателя. 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.

Поэтому инвесторы, приобретая векселя, обращают внимание на информационную прозрачность векселедателя, благо, в последнее время возможностей раскрытия информации стало гораздо больше. Это можно сделать на сайтах НАУФОР, НКС, АУБЕР, информационного агентства C-bonds, опубликовать в информационных изданиях и новостных лентах, использовать прямую рассылку и другие ресурсы. Открытость эмитента для инвестора немаловажна, она значительно снижает риски, поэтому не удивительно, что при составлении рейтингов надежности (например, СКРИН) уделяется внимание и этому параметру. В августе 2002 г. Долговой комитет НАУФОР утвердил «План информационного меморандума по вексельной программе компании», в котором определены основные положения, которые рекомендованы для раскрытия перед инвесторами.

Кроме того, часто отсутствует информация об объемах выпущенных векселей, их структуре и т.п., что также является своеобразным «тормозом» для принятия решения инвесторами.

Решению перечисленных проблем может способствовать заимствование на рынке путем организации вексельной программы, которая строится на следующих принципах:

- прозрачность и прогнозируемость для инвестора;
- финансовый характер выпущенных на рынок векселей;
- стандартизация периодичности выпуска и даты погашения векселей;
- ограниченный объем векселей в обращении;
- повышенная безопасность работы с векселями для инвесторов.

Для дальнейшего развития и повышения привлекательности вексельного рынка в целом необходимо, по нашему мнению, выполнение следующих условий:

- Развитие практики безналичного клиринга.
- Создание организованной торговой площадки.
- Повышение финансовой прозрачности векселедателей.
- Построение комплекса мероприятий по взаимоотношению с инвесторами.

Реализация этих условий станет качественно новым скачком в развитии рынка корпоративного долга, т.к. позволит промышленным компаниям существенно упростить механизм привлечения средств с рынка капитала, а участникам фондового рынка даст более безопасный и ликвидный инструмент для краткосрочных вложений.

Вексельный депозитарий - путь к безналичному обращению векселей

На фоне бурно растущего рынка корпоративных облигаций вексельный рынок в последнее время выглядит несколько старомодно, так как документарная форма векселя плохо вписывается в современную инфраструктуру финансового рынка. Необходимость проверки векселей (в том числе у векселедателя), трудоемкость и дороговизна инкассации затрудняют проведение сделок «день в день», практически закрывают возможность использования векселей в качестве залогового инструмента в операциях МБК со сроками «overnight» и в ряде иных краткосрочных инвестиционных схемах.

Немаловажен и финансовый аспект - содержание криминалистической лаборатории, службы инкассации и кассового узла довольно накладно, тем более, если операции с векселями не являются для компании-оператора доминирующими. Особенно остро данная проблема стоит для региональных банков, вынужденных тратить значительные средства для инкассации векселей в Москву и обратно - зачастую большая часть прибыли, заработанная на сделке, уходит на билеты, организацию сопровождения, командировочные и т.п. В то же время сегодня избежать поездок в Москву практически невозможно, так как только московский рынок способен обеспечить ликвидность, необходимую для крупного оператора.

Поэтому создание вексельного депозитария, выступающего хранителем бланков векселей и их учета одновременно для многих операторов вексельного рынка, весьма актуально и востребовано, так как позволяет «обездвижить» векселя, избавив их от недостатков документарной формы. Именно этими соображениями продиктованы шаги по созданию вексельных депозитариев, предпринимаемые крупнейшими банками и инвестиционными компаниями-операторами вексельного рынка. Одним из таких депозитариев является ЗАО «Депозитарная компания РЕГИОН», входящая в структуру Инвестиционной группы «РЕГИОН», о схеме работы которой с документарными ценными бумагами хотелось бы сказать несколько слов.

Данная схема базируется на системе электронного документооборота (ЭДО) RTS-Verif, организованной между депозитарием и его клиентами. Открыв счет ДЕПО в депозитарии и заключив дополнительное соглашение об использовании системы электронного документооборота, инвесторы (в первую очередь, это относится к региональным банкам и компаниям) имеют возможность полностью отказаться от поездок, связанных с инкассацией векселей, в то же время активно работая на московском вексельном рынке.

Механизм взаимоотношений сторон в рамках данной схемы следующий. Заключив договор на ведение счета ДЕПО и выдав соответствующие доверенности, депонент имеет возможность отдавать депозитарию поручения на передачу документарных неэмиссионных ценных бумаг (векселей и депозитных сертификатов) контрагенту и подписывать акты приема/передачи ценных бумаг. Причем использование права передачи/приема бланков и подписание актов возможно только по прямому указанию депонента, изложенному в поручении. Кроме того, при продаже ценных бумаг возможен вариант, при котором их передача осуществляется только после получения подтверждения от депонента факта оплаты, что является дополнительной гарантией исполнения обязательств по сделке.

Рассмотрим пример, в котором депонент является продавцом векселей, причем передача векселей осуществляется только при подтверждении факта оплаты. Заключив договор купли-продажи векселей со своим контрагентом, депонент отдает поручение на выдачу векселей со своего счета ДЕПО и подписание акта приема-передачи. В поручении указывается, что передача векселей не может осуществляться до получения от депонента дополнительного указания, подтверждающего факт оплаты ценных бумаг. Получив денежные средства, депонент направляет в депозитарий подтверждение, после получения которого возможна передача ценных бумаг и подписание соответствующих актов. Передав векселя контрагенту, депозитарий снимает их с депозитарного учета и высылает клиенту отчет об исполнении его поручения. Аналогично исполняются и сделки, связанные с приемом векселей на хранение, только в этом случае не осуществляется контроль за платежом, но принимаются меры по проверке векселей экспертами и у эмитента.

Данная схема базируется на системе электронного документооборота (ЭДО) РТС-Verif, в которой стороны обмениваются электронными поручениями, отчетами и другими документами, подписанными электронно-цифровой подписью (ЭЦП). Удостоверяющим центром, подтверждающим подлинность ЭЦП и неизменность электронного документа, подписанного такой подписью, выступает Фондовая биржа РТС.

Юридическая сила ЭЦП вытекает из Федерального закона N 1-ФЗ от 10 января 2002 г. «Об электронной цифровой подписи», согласно которому электронные документы, подписанные ЭЦП, имеют одинаковую юридическую силу с традиционными, «бумажными» документами, удостоверенными печатью и подписью должностного лица. Таким образом, использование в процессе исполнения депозитарного договора документов, подписанных ЭЦП, становится юридически значимым и, в отличие от факсимильных копий, может рассматриваться в качестве законного подтверждения подачи депозитарного поручения либо получения отчета.

Совокупность технических средств, программного обеспечения и юридическая значимость ЭЦП позволяют депонентам, у которых стоит клиентский терминал ЭДО, посылать поручения, подписанные ЭЦП, и получать отчеты, не выходя из офиса, т.е. организовать полностью безбумажный оборот и ценных бумаг, и документации.

Данная схема весьма востребована региональными операторами долгового рынка, так как позволяет более активно работать на московских площадках, избегая необходимости инкассации векселей. Значительные преимущества дает использование системы «безналичного» обращения векселей и при организации кредитования под залог ценных бумаг, прежде всего по ресурсам «overnight», так как резко повышает ликвидность векселя как залогового инструмента. При депонировании векселей в вексельном депозитарии отпадает необходимость проверок и инкассаций, а, следовательно, клиенты имеют возможность привлекать либо размещать кредитные ресурсы под залог бумаг значительно быстрее, в том числе и под закрытие операционного дня. Подача же залоговых поручений (либо поручений, связанных со сделками РЕПО), подписанных ЭЦП, значительно повышает юридическую защищенность и надежность таких сделок.

Депозитарий в данном случае является третьим, незаинтересованным лицом, и, следовательно, не возникает вопросов о возможном невозврате ценных бумаг после погашения кредита. Данный факт снижает операционные риски и риски контрагента. Одновременно сокращаются и транзакционные издержки, обеспечивается полностью безопасный режим работы. Это же, в свою очередь, позволяет увеличить мобильность капитала, увеличить количество сделок и их прибыльность, в чем, как представляется, заинтересованы все операторы вексельного рынка. Такое преимущество позволяет рассматривать депозитарий как некую расчетную площадку по сделкам МБК и РЕПО, являющуюся гарантом исполнения сделок.

По нашему мнению, депонирование значительной доли ликвидных «рыночных» векселей, а также установление между большинством крупнейших операторов долгосрочных договорных отношений (в том числе базирующихся на системе электронного документооборота), позволит существенно повысить ликвидность и инвестиционную привлекательность вексельного рынка в конкурентной борьбе с рынком корпоративных облигаций.