Тропина Ж.Н.
ассистент кафедры "Экономическая теория" Финансовой академии при Правительстве РФ

Не в деньгах счастье…

коммерческие бумаги как инструмент привлечения финансовых ресурсов

Известно, что коммерческие бумаги представляют собой либо простые необеспеченные векселя на предъявителя с фиксированной доходностью, либо депозитные сертификаты кредитных организаций, которые используются для привлечения финансовых ресурсов на короткий - от 1 до 365 дней - срок. Векселя выпускаются отдельными сериями на стандартных условиях. Состав эмитентов[1] коммерческих бумаг отличается разнообразием. Так, если в США и Канаде преобладают эмитенты – финансовые компании (на них приходится 2/3 всех коммерческих бумаг), то в Германии всего два ведущих эмитента - это Treuhandanstalt (приватизационное ведомство) и Bundespost[2].

Впервые коммерческие бумаги начали выпускаться в Америке в начале XIX века, когда некоторые компании были вынуждены прибегнуть к такого рода заменителю банковских ссуд. Это стало следствием, вытекавшим из ограничений, которые накладывались на деятельность банков в рамках одного штата, означавшие невозможность проведения операций по «переливу» капитала в случае их необходимости. Таковы были особенности банковского законодательства США. К концу XIX века американский рынок коммерческих бумаг был достаточно развитым, и в 1922 году, например, в США насчитывалось уже 2200 эмитентов[3].

Эмитентами в начале выступали в основном промышленные предприятия. Объемы привлекаемых та-

впервые коммерческие бумаги начали выпускаться в Америке в начале XIX века, когда некоторые компании были вынуждены прибегнуть к такого рода заменителю банковских ссуд

ким образом средств в США постепенно росли[4], при этом особенно высоких темпов роста они достигли в 80-е гг. XX века. Это объяснялось особой активностью фондов денежного рынка (money market mutual funds) и сокращением влияния института банковских посредников. В настоящее время американский рынок является самым крупным рынком данного класса бумаг.

Однако если в начале 80-х гг. XX века рынки коммерческих бумаг существовали только в США, Канаде и Австралии, то уже в последующие десятилетия появляются не только внутренние рынки в других странах, но и рынок коммерческих бумаг на международном уровне, например, рынок еврокоммерческих бумаг.

С 1995 по 2000 гг. суммарный объем коммерческих бумаг увеличился на 86,7%, в то время как рост рынка других краткосрочных инструментов (включая казначейские векселя) за данный период составил лишь 26,8%, а рынка облигаций и нот – 40,1%[5].

К концу 2000 г. объем обращающихся в мире коммерческих бумаг составлял уже 2200 млрд. долл. (из них 1900 млрд. долл. – внутренние бумаги)[6]. Сегодня «рынок коммерческих бумаг является наиболее быстрорастущим в мире сегментом рынка долговых инструментов»[7].

Бурное развитие рынка рассматриваемого вида бумаг вполне объяснимо. Коммерческие бумаги не регулируются или практически не регулируются государством, они – чрезвычайно удобный инструмент краткосрочного привлечения финансовых ресурсов (обычно это

коммерческие бумаги не регулируются или практически не регулируются государством

одна-две недели с момента принятия решения о размещении, при этом стоимость привлечения средств ниже, чем банковская процентная ставка дебитора соответствующего уровня, которая лишь немного превышает ставки по казначейским облигациям).

Обращение к этому инструменту позволяет фирмам финансировать операционные расходы и расходы, связанные с пополнением оборотного капитала. Размещение данного вида ценных бумаг сопровождается минимальным раскрытием информации, которая ограничивается, как правило, проспектом или меморандумом размещения, хотя могут быть и исключения. Так, в Англии необходимым условием размещения является наличие листинга на бирже[8].

Для привлечения финансовых средств через коммерческие бумаги достаточно представить программу выпуска и назначить уполномоченных дилеров их размещения, заключив с ними соглашения (dealership agreements). Эмитент может и не прибегать к услугам дилеров, например, в США S часть выпусков коммерческих бумаг размещается прямым способом[9] (sales directly to investors). Заемщик в данном случае самостоятельно исполняет функции дилера. Размещение

для привлечения финансовых средств через коммерческие бумаги достаточно представить программу выпуска и назначить уполномоченных дилеров их размещения

такого рода имеет частный характер, круг инвесторов, как правило, достаточно узок и определяется заранее. Однако этот вариант размещения используется только крупными эмитентами, располагающими собственной финансовой инфраструктурой.

Кроме вышеперечисленных, существует и тендерный метод размещения (tender panel), который удобен для заемщика тем, что дает возможность по результатам обработки предварительно поданных заявок дилеров («твердых бидов») отобрать наиболее выгодные варианты и снизить в итоге стоимость обслуживания займа. Однако этот метод размещения неудобен для инвестора, поскольку для него гарантия исполнения заявки полностью отсутствует.

Если речь идет о размещении ценных бумаг через дилеров, то чаще всего в размещении участвуют несколько дилеров, один из которых играет ведущую роль и непосредственно занимается организацией выпуска, а остальные – размещением. Кроме того, выделяется функция платежного агента по выпуску, каковым может быть один из дилеров или сторонняя финансовая компания. Заимствование осуществляется постепенно в рамках объявленных лимитов, которые, как правило, превышают реальные потребности заемщика. При этом объемы заимствований достаточно велики. Так, в США они редко опускаются ниже 50 миллионов долларов[10].

Уполномоченные дилеры при размещении коммерческих бумаг чаще всего не осуществляют функцию андеррайтеров[11]. Для обеспечения ликвидности компании прибегают к использованию разнообразных форм программ поддержки выпуска. Использование программ поддержки в силу краткосрочности коммерческих бумаг часто является необходимым условием для успешного обслуживания займа.

Основные формы программ поддержки ликвидности следующие: *кредитная линия* (back up line) и *соглашение о повышении кредитоспособности* (credit enhancement arrangements). Последняя форма связана с предоставлением прямых гарантий защиты инвестора (они предоставляются фирмами с более высоким кредитным рейтингом) на случай неплатежеспособности эмитента. Кроме того, в качестве гарантии выплат по займу может использоваться банковский аккредитив, открываемый третьим лицом и не связанный с эмитентом. Если в США и Канаде программы обеспечения ликвидности – неотъемлемый элемент выпуска коммерческих бумаг, то в других странах Запада к такого рода защитным и гарантийным мероприятиям прибегают крайне редко.

Несмотря на ограниченное регули-

рование со стороны государства, в каждой стране существуют определенные требования к эмитентам и их коммерческим бумагам. В ряде стран действуют законодательные акты, регламентирующие выпуск данного типа бумаг (например, в Японии, Франции, Великобритании). Наряду с этим в некоторых странах подобная регламентация полностью отсутствует (Швеция, Австралия).

В нормативных актах, регулирующих выпуск и обращение коммерческих бумаг, как правило, оговариваются минимальная величина номинала и сроки обращения этого класса бумаг. Существуют и саморегулируемые организации. В качестве таковой на американском рынке функционирует созданная в 1996 году ассоциация The Commercial Paper Issuers Working Group (CPIWG). В CPIWG входят такие крупные американские компании, как Exxon Mobil Corporation, IBM Corporation, General Motors Acceptance Corporation, Philip Morris и многие другие.

Окончание следует

Tropina Z.N.
The junior member of teaching of faculty of the economic theory
Financial academy at the Government of the Russian Federation

Money is not enough for happiness

Commercial papers as the way of attraction the financial resources

Commercial papers represent uncovered promissory note or certificates of deposit of the lending agencies, which are used for attraction of financial resources for short term (1-365 days). Bills are released by separate series on standard terms. The form of issuer of commercial papers is remarkable for its variety. So, if in the USA and Canada the main issuers are - the financial companies (2/3 of commercial papers fall at them), in Germany the are two leading issuers :Treuhandanstalt (privatization department) and Bundespost.

1 Эмитент – государство (в лице центрального или местного органа власти), предприятие, учреждение, организация, банк, производящие эмиссию, выпускающие в обращение денежные знаки, ценные бумаги, платежно-расчетные документы – ред.

2 См. подробнее Рубцов Б., Миркин Я., Зернин Э. Коммерческие бумаги. Мировой опыт и возможности его применения в России. // РЦБ, 1999, № 24.

3 Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. - М., 2002. - С.57.

4 Об эволюции рынка коммерческих бумаг см. подробнее Рубцов Б.Б. Рынок векселей и коммерческих бумаг за рубежом. // Банковские услуги, 1998, №№ 1-3.

5 Краев А.О., Малеев П.Ю., Коньков И.Н. Рынок долговых ценных бумаг. - М., 2002. - С.182.

6 Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. - М., 2002, С. 58.

7 Миркин Я. Коммерческие бумаги. // РЦБ, 2000, № 6

8 Листинг – внесение акций компании в список акций, котирующихся на бирже – ред.

9 Матук Ж. Финансовые системы Франции и других стран. Т.1, Кн. 1. - М., 1994. - С.151.

10 Матук Ж. Там же. – С. 151.

11 Андеррайтер – маклер по операциям с ценными бумагами – ред.