



**Михаил Скворцов**  
генеральный директор ФК «Русский  
Инвестиционный Клуб»,  
член комитета АУВЕР

## О РАЗВИТИИ ВЕКСЕЛЬНОГО РЫНКА

В ПОСЛЕДНЕЕ ВРЕМЯ ВСЕ ЧАЩЕ МОЖНО СЛЫШАТЬ УТВЕРЖДЕНИЯ О ТОМ, ЧТО ВЕКСЕЛЬНЫЙ РЫНОК «УМИРАЕТ» И ЧТО В ЭТОМ СЛУЧАЕ ОТ НЕГО ОСТАНУТСЯ ЛИШЬ ВЕКСЕЛЯ КРУПНЫХ БАНКОВ И ПРЕДПРИЯТИЙ ФЕДЕРАЛЬНОГО УРОВНЯ, ТАКИХ КАК ГАЗПРОМ (СМ., НАПРИМЕР, «СЕГОДНЯ И ЗАВТРА ВЕКСЕЛЬНОГО РЫНКА»//РЦБ. 2004. № 18. С. 64–66). ПОПРОБУЕМ ПРОАНАЛИЗИРОВАТЬ СОСТОЯНИЕ И ИСТОРИЮ РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОГО ВЕКСЕЛЬНОГО РЫНКА И ОТДЕЛИТЬ ОБЪЕКТИВНЫЕ ФАКТЫ ОТ ЭМОЦИЙ.

Российский рынок ценных бумаг в сущности еще очень молод, и ему в целом и отдельным его секторам в частности свойственно проходить через различные кризисные ситуации, объяснимые во многом «болезнями роста». Уже много лет с меняющейся интенсивностью говорят о том, что вексельный рынок «умирает», что у него нет будущего и т. п. Однако с самого своего возникновения в 1995–1996 гг. и по сей день он остается одним из наиболее значимых сегментов фондового рынка, составляя более половины оборота всего рублевого рынка ценных бумаг с фиксированной доходностью. На мой взгляд, специфические условия как российской экономики, так и рынка ценных бумаг России предоставляют объективную базу для существования и развития рынка векселей. Вспомним хотя бы исторический факт, что после кризиса 1998 г. именно вексельный рынок вос-

становился первым, причем очень быстро. Поэтому говорить об исчезновении, сжати вексельного рынка в России некорректно. Объективно происходит не «умирание», а, наоборот, развитие, расширение рынка векселей.

### ИСТОРИЯ РАЗВИТИЯ

Вспомним короткую историю вексельного рынка.

**I этап (1996–1998 гг.) – рождение и бурное развитие.** На начальном этапе структурно рынок состоял целиком из банковских векселей (не считая ничем не обеспеченных так называемых «товарных» векселей железных дорог, АЭС и пр.). Затем появляются векселя Газпрома – будущий «хит» вексельного рынка. Рынок оставался неорганизованным, неструктурированным, давал почву для различных злоупотреблений.

**II этап (осень 1998 – конец 1999 г.) – посткризисный.** Кризис 1998 г. разрушил всю прежнюю финансовую систему, кроме вексельного рынка. В сентябре–декабре 1998 г. и почти всю первую половину 1999 г. векселя оставались фактически единственным рублевым инструментом. Практически весь оборот на вексельном рынке в это время был обеспечен векселями Газпрома. По мере восстановления финансовой системы вновь появляются векселя банков, как правило, участвовавших в различных программах кредитования. Постепенно доля банковских векселей в общем обороте увеличивается, и рынок на новом витке спирали к началу 2000 г. вернулся к докризисной структуре.

**III этап (2000 – начало 2004 г.) – «новая экономика».** С начала 2000 г. наступает качественно новый этап на вексельном рынке. Российская эконо-

мика успешно развивается. Многие отечественные производственные, строительные, торговые предприятия, получив ощутимый положительный эффект от девальвации рубля в 1998 г. и правильно им воспользовавшись, к 2000 г. вышли на хороший, стабильный уровень своей деятельности. Однако для дальнейшего продвижения вперед, для осуществления новых проектов им были нужны заемные средства. Дополнительные потребности в рублевых ресурсах появились и у банков, занимающихся непо-

относительно высокие ставки заимствований, что делало векселя привлекательными для различных групп инвесторов, особенно на фоне снижения доходностей банковских векселей. Кроме того, в течение нескольких лет вексельные программы, поддерживаемые громкими именами организаторов, успешно осуществлялись, все векселя гасились в срок. Исключением, «первым звонком», явились векселя СИБУРа, однако дефолт по ним во многом был обусловлен не экономическими причинами. Безоблач-

Кобцев получал в Кремле награду «Персона года-2003» за «вклад в развитие агропромышленного комплекса», «Русагрокапитал» стремительно увеличивал свои активы. Однако одновременное сочетание нескольких объективных и субъективных факторов, а также ряд неверных действий в непосредственном финансовом руководстве привели к осуществлению всех возможных рисков.

Дефолт «Русагрокапитала» явился шоком для вексельного рынка. Сразу были закрыты лимиты на все без исключения такого рода векселедателей, не разбираясь по существу в том, насколько надежен их бизнес. Поскольку многие предприятия, выпускавшие векселя, рассчитывали на рефинансирование, на поддержание постоянного объема своих векселей, обращающихся на рынке, некоторые из них оказались в сложном положении. Последовавший затем банковский кризис привел к тому, что банки сначала резко повысили ставки по кредитам, а затем и вовсе прекратили любое кредитование предприятий. Этого уже не смогли выдержать еще несколько векселедателей, самым значительным из которых стал «Стройметрресурс», в июле прекративший оплату своих векселей. Учитывая то, что почти на все банки лимиты также были закрыты, в середине лета обороты на вексельном рынке резко упали, и его состояние было близко к коллапсу. Что и дало новый импульс старым разговорам об «умирании вексельного рынка».

Думаю, однако, что мы имеем дело с началом нового этапа в развитии вексельного рынка. В очередной раз маятник слишком сильно отклонился от точки равновесия и теперь возвращается к ней. В эйфории начала года многие забыли о рисках, присущих вексельным заимствованиям, и в первую очередь о риске неконтролируемого выпуска векселей. Если у банков есть нормативы, ограничивающие выпуск собственных векселей, если объем облигационного займа ограничен, известен и контролируется на бирже, то предприятие в принципе может выпускать столько векселей, сколько захочет.

Снизив или исключив эти риски, можно существенно повысить надежность вексельной программы, приблизив ее к надежности облигационного займа. Это можно сделать, например, следующим образом:

- Организатором выпуска является только одна компания — профессиональный участник рынка, полностью контролирующая объем и параметры выпуска. Предприятие-векселедатель

## «Первым звонком», явились векселя СИБУРа, однако дефолт по ним во многом был обусловлен не экономическими причинами.

средственным кредитованием таких успешных предприятий.

Именно в это время появляются предпосылки для качественного структурного преобразования вексельного рынка, для выхода на него новых, не известных ранее векселедателей, осуществляющих с помощью профессиональных участников внешние заимствования. Более того, сам рынок стал испытывать внутреннюю потребность в новых инструментах.

Следует упомянуть и о том, что в это время рынок усилиями основных его участников становится более цивилизованным, утверждаются общепринятые правила проведения сделок, появляется инфраструктура, создаются комитеты по вексельному рынку в рамках АУВЕР и НАУФОР, разрабатываются различные проекты по организации и упорядочиванию вексельного рынка.

Таким образом, вексельные программы новых векселедателей, таких как «Штерн-цемент», «Альфа-Эко М», ИАПО, «Детский Мир» и ряд других, организаторами и финансовыми консультантами которых выступали наиболее известные профессиональные участники вексельного рынка, прежде всего ИК «РЕГИОН», ФК «Лидинг» и «Русские фонды», явились естественным этапом развития. Поначалу продвижение «новых» векселей шло достаточно трудно — сказывалась инертность мышления участников рынка. Однако к 2003 г. подобные векселя составляли уже ощутимую долю рынка и появился более или менее ликвидный рынок таких векселей. Действительно, особенности хозяйственной деятельности предприятий позволяли поддерживать

ное развитие экономики и финансового рынка внушало уверенность в завтрашнем дне, в невозможности кризиса в ближайшем будущем.

### КРИЗИС

Таким образом, к началу 2004 г. наступила своего рода эйфория. Помимо огромного объема банковских векселей, на вексельном рынке присутствовали две очень большие вексельные программы «Русагрокапитала» и «Стройметрресурса» и обращались векселя множества более мелких заемщиков. Данные векселя в той или иной степени имелись в портфелях практически всех участников рынка и их клиентов. Причем нельзя сказать, что бумаги покупались бездумно, в расчете только на высокую доходность. Предприятия регулярно представляли отчетность, устраивали встречи с инвесторами, публиковали пресс-релизы о состоянии своего бизнеса и реализации своей вексельной программы. Конечно, элемент риска в бизнесе присутствовал, прежде всего это относилось к объему заимствований. Однако вероятность неблагоприятного развития событий казалась (а часто была на самом деле) очень незначительной.

Как гром среди ясного неба, прозвучало в середине февраля известие о том, что АПХ «Русагрокапитал» не имеет возможности заплатить по своим долгам. Вся идея их агрессивного бизнеса была построена на постоянном кредитовании со стороны крупнейших банков. Пользуясь поддержкой, в том числе и на государственном уровне (в день дефолта генеральный директор холдинга Алексей

обязуется не выпускать векселей иначе чем через компанию-организатора. Это не мешает, естественно, организатору программы привлекать в качестве соорганизаторов и маркет-мейкеров других участников рынка.

- Роль организатора вексельной программы, таким образом, существенно повышается. Компания-организатор должна непрерывно отслеживать финансовое состояние векселедателя и при неблагоприятных признаках немедленно информировать об этом рынок.

издательство, автомобильный дилер, девелопер и другие организации, которым для осуществления своих проектов не нужны займы в сотни миллионов рублей. При обеспечении достаточного уровня надежности на такие векселя, несомненно, будет спрос. Как это сделать — задача, стоящая перед всем вексельным сообществом.

Уже в октябре появились первые признаки выздоровления — обороты на рынке векселей уверенно растут, организуются новые вексельные програм-

## Мы имеем дело с началом нового этапа в развитии вексельного рынка. В очередной раз маятник слишком сильно отклонился от точки равновесия и теперь возвращается к ней.

- Поскольку ФСФР не регулирует вексельное обращение, то какие-то функции, аналогичные функциям регулятора, могут взять на себя АУВЕР или НАУФОР. Технология такого контроля должна быть выработана при участии всех заинтересованных сторон.

- Предприятие-векселедатель дает о себе такую же полную информацию, как при выпуске облигаций. Эта информация должна быть в открытом доступе либо у векселедателя, либо у организатора программы, либо на сайтах НАУФОР или АУВЕР.

- Возможны какие-либо формы обеспечения вексельного займа. Такой шаг со стороны векселедателя очень сильно повысит надежность выпускаемых векселей и соответственно приведет к успешному размещению и ликвидности выпуска.

Существуют, конечно, и другие пути повышения надежности вексельных займов. Вексельный рынок, как живой, динамично развивающийся организм, выработает их, а также другие формы своего существования и развития. Сейчас, например, активно обсуждаются корпоративные бумаги. Существуют и другие идеи.

По мере восстановления остальных рынков инструментов с фиксированной доходностью — корпоративных облигаций и банковских депозитов — вексельный рынок снова вернется к прежним уровням. И наряду с банковскими векселями и векселями крупных корпораций своего инвестора найдут векселя средних предприятий. Это может быть

мы. Профессиональным участникам рынка надо еще раз проанализировать причины, приведшие к весенне-летнему кризису этого года, и, преодолев эмоциональные и психологические барьеры, совместно выработать новые стандарты, методы, пути развития, обеспечивающие дальнейшее цивилизованное развитие вексельного рынка и его надежность. ■

**Велес Капитал**  
ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ

**КРУПНЕЙШИЙ ОПЕРАТОР  
ВЕКСЕЛЬНОГО  
РЫНКА**

- корпоративные финансы
- рынок акций
- векселя
- недвижимость
- консалтинговая деятельность

ООО «ИК ВЕЛЕС Капитал»  
123610, Москва,  
Краснопресненская наб., д. 12  
тел. (095) 258 19 88, факс (095) 258 19 89,  
mail@veles-capital.ru, www.veles-capital.ru

Лицензии ФКЦБ РФ:

- брокерская деятельность — № 077-08527-100000
- дилерская деятельность — № 077-08541-010000
- деятельность по управлению ценными бумагами — № 077-08545-001000
- депозитарная деятельность — № 077-08549-000100