

*Олег Вячеславович*  
**ВЬЮГИН**



**ФОНДОВЫЙ РЫНОК СОЗДАН  
В ЭТИ ГОДЫ С НУЛЯ**

Во времена СССР я не рассматривал государственную службу как потенциальное или возможное профессиональное занятие. С советских времён осталось чёткое представление об её идеологизированности, необходимых для продвижения партийности и несения других, не связанных с профессией «нагрузок».

Тем не менее ситуация менялась и в 1993 году по приглашению тогдашнего министра Б.Г. Фёдорова я пришёл в Министерство финансов, став руководителем департамента макроэкономической политики. Тогда мне ещё практически не приходилось сталкиваться с рынком ценных бумаг. Я занимался вопросами макроэкономической политики и макроэкономическими прогнозами. Более-менее чётко я стал представлять себе этот рынок после того, как в феврале 1996 года стал заместителем министра финансов.

**1980–1989 –**

старший научный сотрудник, затем завсектором ВНИИ по изучению спроса населения и конъюнктуры торговли;

**1989–1992 –**

ведущий научный сотрудник, заведующий лабораторией Института народнохозяйственного прогнозирования;

**1993–1995 –**

руководитель Департамента макроэкономической политики Министерства финансов РФ;

**1996–1999 –**

заместитель, затем первый заместитель министра финансов;

**1999–2002 –**

главный экономист, вице-президент инвестиционной компании «Тройка-Диалог»;

**2002–2004 –**

первый заместитель председателя Центрального банка РФ;

**2004–2007 –**

руководитель Федеральной службы по финансовым рынкам

Предполагается, что в его обязанности будет входить курирование вопросов макроэкономической политики и развития рынка государственных ценных бумаг, которые ранее находились в ведении Андрея Казьмина, ставшего президентом Сбербанка. Это назначение давно ожидалось, поскольку Вьюгин составлял весьма качественные прогнозы экономического развития страны.

*Действующие лица, первые жертвы предвыборной кампании президента // Коммерсантъ. 13.02.1996.*

В этот период непростые отношения между регуляторами фондового рынка (Федеральной комиссии по ценным бумагам и Центральным банком РФ) достигли самого пика конфликта. Основную часть времени я продолжал заниматься бюджетом. Курирование фондового рынка было для меня новой темой, и я согласился взять её на себя только потому, что директором Департамента ценных бумаг была Белла Ильинична Златкис. И я прекрасно понимал, что с этим человеком у меня с фондовым рынком проблем не будет. Мы постоянно беседовали с ней, после этого у меня сложилась полновесная картина формирующегося рынка.

А. Чубайс: «На сегодня, таким образом, у нас в стране остаётся единственный и последний масштабный финансовый рынок с высокой, фантастически высокой доходностью. Могу признаться, если уж на то пошло, что ноябрьский всплеск доходности этого рынка до сверхвысоких параметров — 9 процентов в месяц — был сознательным экономическим манёвром, связанным с политическими условиями.

Мы в разы увеличим доступ ресурсов на рынок ГКО, используя не только внутренние, но и внешние источники. Это же кем нужно быть, чтобы не использовать в своих целях сложившуюся сегодня фантастически выгодную ситуацию? Есть 9% доходности на ГКО, и есть стопроцентно надёжный коридор. Это означает, что при доступе на рынок ГКО иностранцев они получают гарантированные 9% в валюте в месяц. Они просто трясутся, ожидая этого момента».

*Привалов Александр. Анатолий Чубайс: в 1996 году мы обречены на экономический рост // Эксперт. 11.12.1995.*

Несколько раньше, осенью 1995 года, в качестве члена правительственной комиссии по экономической реформе я готовил доклад

по оценке рисков роста государственных заимствований посредством выпуска ГКО. Смоделировав рынок, мы хотели установить примерное время возможного дефолта либо появления очень высокой инфляции — другой альтернативы, я уверен, у нас не было — в случае, если характер бюджетной политики изменить не удастся. Этой точкой, по нашим расчётам, оказался конец 1998 года. Я выступил перед комиссией с докладом и продемонстрировал проведённый нами анализ. Помнится, после моего доклада А. Б. Чубайс после тягостного молчания сказал: «Ну, вы нас порадовали!» Однако приближались президентские выборы, назначенные на июль 1996 года, и задача их финансового обеспечения (необходимо было погасить задолженность по пенсиям, по заработной плате и тому подобное) была приоритетной. Так что решение проблемы возможного дефолта отложили до лучших времён. Тем более что тогда налоги как следует не собирались, в экономике было засилье зачётов и бартера, так что рынок ГКО был вторым по значимости источником живых денег для бюджета. Соответственно, нужны были всё новые и новые инвесторы, а не выводы нашей комиссии.

Министерство финансов чуть было не организовало настоящий переворот на финансовых рынках. Замминистра Олег Вьюгин сообщил о надвигающемся долговом кризисе: «Проблема внутреннего долга РФ не в размере, а в стоимости обслуживания, поскольку реальный процент доходности по ценным бумагам существенно выше, чем реальный рост экономики. Последний вообще отсутствует, а доходность по ценным бумагам высокая. Государство движется к долговому кризису, то есть к ситуации, когда внутренних сбережений недостаточно для покрытия внутреннего долга. Уже в декабре 1998 года можно говорить о долговом кризисе». По сообщению агентства Reuter, эти тезисы г-н Вьюгин огласил, выступая на совещании по проблемам финансового рынка.

*Григорьев Андрей.* Минфин припугнул страну долговым кризисом // Сегодня. 19.12.1996.

Впервые серьёзно с текущими проблемами регулирования рынка ценных бумаг я столкнулся в период идеологического конфликта зампреда ЦБ Андрея Андреевича Козлова с главой ФКЦБ Дмитрием Валерьевичем Васильевым.

Анатолий Борисович Чубайс решил тогда разобраться в их разногласиях. У регуляторов были разные взгляды на развитие инфра-

структуры рынка, лицензирования его участников. Одним из острейших вопросов было предложенное Васильевым запрещение совмещения различной деятельности на рынке. 18 декабря 1996 года ФКЦБ выпустило соответствующее временное положение «О лицензировании брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг». После 22 апреля 1997 года (через год со дня вступления в силу Закона «О рынке ценных бумаг») все банки из-за отсутствия у них лицензии ФКЦБ, согласно этому положению, не могли работать на фондовом рынке. Более того, по новым правилам, лицензироваться должен был каждый вид деятельности. В положении была установлена и отдельная система лицензирования для работы с государственными и негосударственными ценными бумагами.



Из архива НАУФОР. Фото Максима Симона

*С Александром Абрамовым*

На это Центральный банк отреагировал крайне отрицательно, запрещение затрагивало интересы подведомственных ему банков и его структуры — ММВБ. Для начала было проведено несколько совещаний по урегулированию конфликта с Чубайсом, и только после этого, не выдержав, он сказал: «Всё, пусть этим занимается Министерство финансов!» Тогда уже я собрал противников у себя в министерстве. На совещании присутствовали: Д. Васильев, А. Козлов, М. Алексеев, Б. Златкис и я. Мероприятие получилось очень эмоциональным. Было много криков. До сих пор помню возбуждённого Козлова, заявлявшего по какому-то поводу: «Всё, хватит, вот этого не будет!» Но после совещания появилось примирительное письмо, Васильев снял многие позиции, не приемлемые для Центрального банка.

Представители ЦБ РФ и Минфина открыто заявляют о необходимости лишить ФКЦБ части полномочий, данных ей президентом России для регулирования и контроля за российским рынком ценных бумаг. В частности, Олег Вьюгин из Минфина и Сергей Егоров из АРБ предлагают при разрешении участия банков на фондовом рынке передать права лицензирования и контроля за их деятельностью от ФКЦБ к ЦБ РФ. При этом ФКЦБ сможет в нормативных рамках регулировать деятельность банков на фондовом рынке только через ЦБ РФ.

*Кашлев Сергей.* Банки рвутся на фондовый рынок // Независимая газета. 19.03.1997.

Помимо прочего, Олег Вьюгин отметил, что Закон «О рынке ценных бумаг» даёт слишком большие полномочия ФКЦБ. По словам замминистра, этот вопрос необходимо урегулировать на законодательном уровне.

*Тягай Сергей.* Финансисты просят помощи у президента // Коммерсантъ. 15.03.1997.

29 мая 1997 года давний спор между Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг и Центральным банком был разрешён. Дмитрий Васильев, зампред ЦБ Сергей Алексащенко и я подписали протокол, закрепляющий разделение полномочий по регулированию фондового рынка. Ставя подпись под этим документом, Дмитрий Васильев фактически соглашался с правом Центрального банка лицензировать коммерческие банки — участников рынка ценных бумаг. Разрешалось и совмещение разных видов деятельности на рынке ценных бумаг, против чего ранее выступала ФКЦБ. К регулированию рынка ценных бумаг теперь официально подключилось и Мини-

стерство финансов. Хотя нельзя сказать, что до этого Минфин не участвовал в этой работе. Белла Ильинична Златкис много сил и опыта отдавала проблемам фондового рынка.

### Дефолт

После объявления дефолта 1998 года сразу наступил период судорожной подготовки документов для законодательного оформления принятого решения. После этого было создано две группы: во главе с премьером М. М. Касьяновым по вопросам новации долга по ГКО/ОФЗ перед нерезидентами и группа под моим началом по новации этого же долга перед резидентами Российской Федерации. Соответственно, были рабочие комитеты иностранных кредиторов и внутренних кредиторов.

Вся чрезвычайно напряжённая осень 1998 года ушла на сложные переговоры.

Как я уже говорил, по всем расчётам дефолт должен был произойти в конце 1998 года, но мы не учли один фактор. Этим фактором являлось то, что многие российские банки сделали значительные займы в иностранной валюте, конвертировали их в рубли и вкладывали в ГКО–ОФЗ. В качестве залога валютных кредитов они использовали «вэбовки» (суверенный долг, номинированный в иностранной валюте). Естественно, по таким займам стояли *margincall*. То есть если стоимость залога падала, то банки должны были доносить дополнительные бумаги или живые деньги, чтобы поддержать размер залога. Так как рыночная стоимость российских суверенных долговых обязательств — и по ГКО, и по «вэбовкам» — стала неуклонно снижаться, банки оказались перед необходимостью поддерживать стоимость залога путём перевода денег от продажи ГКО, цена которых от этого ещё более падала, и размер *margincall* возрастал.

Так вот когда стоимость российского долга стала неуклонно падать, банкам нужно было срочно изыскивать средства, и в какой-то момент кредиторы стали отказывать в поддержке тем из них, у кого образовалась нехватка ресурсов. По сути, кризис начался с того, что Столичный банк сбережений (СБС) для поддержки залога вынужден был реализовать 10 августа крупный пакет «вэбовок». Залоги других банков стали стремительно падать, и банки вынуждены были продавать пакеты ГКО/ОФЗ, чтобы срочно по-

лучить наличные и закрыть свои обязательства. Это заметили все, и на рынке началась паника.

Проблемой, усугубившей ситуацию, стал уровень сбора налогов. Он был тогда около 19–20 млрд рублей в месяц. Если бы удалось собирать хотя бы 30 млрд, тогда выход из ситуации возникал.

Была сделана попытка перенести решение проблемы далеко вперёд, путём трансформации части краткосрочного государственного долга в долгосрочный, номинированный в иностранной валюте.

Это попытка была осуществлена летом 1998 года с помощью компании «Голден сакс». Путём конвертации краткосрочного долга по ГКО/ОФЗ в долгосрочный долг, выраженный еврооблигациями. Так же был расчёт на то, что МВФ предоставит большой кредит, порядка 10–15 млрд долларов примерно на те же цели — снятие напряжения, превращение части долга краткосрочного в долгосрочный. И, наконец, уже в августе готовилась сделка с инвестиционно-финансовой группой «Мэрил Линч» по конвертации ещё большого куска долга по ГКО, примерно около 10 млрд долларов.



Из архива НАУФОР. Фото Максима Симона

*На конференции НАУФОР. 2013 год*



К концу июля удалось также, пройдя через тяжёлые переговоры, получить кредит МВФ. Если бы удалось сделать всё, что планировали, проблема была бы отнесена на более позднее время. Отнесена, но не решена. Так как для её решения требовалось, в первую очередь, начать собирать налоги. Но для этого нужно было перейти к более гибкой политике обменного курса.

Можно ли было пойти по пути перехода к политике плавающего валютного курса рубля к доллару? Это вызвало бы высокую инфляцию, связанную с ней эмиссию, и в результате все каналы денежного обращения были бы быстро заполнены. Очевидно, удалось бы оживить денежную систему, поднять её ликвидность. Тогда появилась бы возможность собирать налоги кэшем, а не зачётами.

Но девальвация рубля и последующая инфляция оказались бы серьёзным испытанием для властей. Отказ от «валютного коридора» также был чреват срывом рынка внутреннего долга, потому что он держался благодаря тому, что курс был гарантирован. Получалось, что налево пойдёшь — смерть обретёшь, направо — жизнь потеряешь. Поэтому пошли прямо — объявили дефолт.

### Федеральная служба

В апреле 2002 года я был назначен первым зампредом Центробанка. Работа меня вполне устраивала. Ни о каких переходах я не думал.

Сразу после выхода указа президента на этот пост претендовали трое: глава упразднённой ФКЦБ Игорь Костилов, руководитель департамента правительства по финансовым рынкам Владимир Миловидов, а также председатель комитета Госдумы по собственности Виктор Плескачевский. При этом источники «Ъ» в правительстве ещё в конце прошлой недели утверждали, что после многочисленных переговоров и совещаний шансы господина Плескачевского приближаются к 100%.

Однако в выходные «финансовый» расклад в Белом доме переменился. Прежних кандидатов сменила новая тройка: Олег Выugin, зампред ЦБ Константин Корищенко и председатель наблюдательного совета «Ренессанс Капитала» Александр Шохин. Смена кандидатского состава произошла, по сведениям «Ъ», из-за новых функций, которыми президент и премьер решили наделить ФСФР. В указе президента предполагалось, что ФСФР, как и другие федеральные службы правительства, будет вы-



полнять лишь надзорные функции. Ведь законотворчеством по замыслу административной реформы должны заниматься федеральные министерства. Тут же возникла несостыковка: ФСФР, согласно тому же приказу, подчиняется непосредственно премьер-министру.

*Киселёва Елена, Голикова Лиза. Олегу Вьюгину присвоен шестой номер // Коммерсантъ. 24.03.2004.*

В марте я был приглашён на встречу с президентом В. В. Путиным и премьер-министром М. Е. Фрадковым. Путин вызвал меня в субботу на заседание Совета безопасности. Вопрос, связанный со мной, был один из многих. Сделано это было, на мой взгляд, чтобы оказать поддержку. Помню, президент спросил, что я считаю главным в своей будущей работе и сказал напоследок: «Все люди, которые здесь сидят, вас поддержат!» Возражений не было. После этого я уже не мог отказаться от предложения возглавить ФСФР.

Ситуация сложилась сложная. Административная реформа упразднила ФКЦБ, отправила за штат всех её сотрудников. Мне предстояло всех официально уволить и вновь набирать рабочий коллектив.

На сегодняшний день в ФСФР специалистов в области надзора, тех, которые знают своё дело и могут квалифицированно провести проверку, от силы 5–7 человек. То есть на всю страну, на несколько тысяч профессиональных участников и несколько сотен тысяч эмитентов в государственном надзорном органе работает десяток высоко квалифицированных специалистов, способных возглавить проверку. Вот вам и ситуация... <...> уровень компенсации не конкурентный. Абсолютно. Система компенсаций не адекватна поставленным перед ФСФР задачам. У ФСФР фонд оплаты труда составляет 10% от общего бюджета, это хороший показатель оценки интеллектуальной составляющей в деятельности службы.

*«Мегарегулятор – новый шаг в развитии финансового рынка» – интервью руководителя ФСФР России О.В. Вьюгина // Аналитический банковский журнал. № 9, 2005.*

Сразу я столкнулся с множеством новых задач. Служба получала новые полномочия, по надзору за инвестированием накопительной части пенсий от Минфина и от бывшего Антимонопольного комитета регулирование товарных бирж. Возражений по этому поводу ни у кого не было. Но мы получали штатные единицы, а не людей.

Например, из Минфина, где тогда зарплата была заметно выше, никто к нам не перешёл.

Все эти оргработы занимали достаточно много времени, а ведь необходимо было тогда же определить и приоритеты.

На ходу пересматривались полномочия и права создаваемой службы. Предстояло добиться определённого её статуса. Я тогда был уверен, что регулятор должен быть независимым, хотя бы от других ведомств. С этим не все были согласны, поэтому состоялась затяжная переписка.

В отличие от ФКЦБ, когда все члены комиссии фактически вносились руководителем, и все они были номенклатурой правительства, мы предлагаем формировать совет директоров на квотной основе, а квоты отдать определённым группам. Правительство, безусловно, получит право делегировать своих представителей в этот совет директоров, однако они не будут составлять в нём 100%. Дополнительные квоты будут выданы участникам рынка.

За основу мы взяли механизм, который используется во Франции: саморегулируемые организации профессиональных участников согласно квоте выдвигают своих представителей в совет директоров. Поскольку кандидатов может быть больше, чем можно по квоте, министр финансов уполномочен провести консультации с участниками рынка, чтобы отобрать наиболее авторитетных.

«Мегарегулятор — новый шаг в развитии финансового рынка» — интервью руководителя ФСФР России О.В. Вьюгина // Аналитический банковский журнал. № 9, 2005.

Также мы не забыли и отечественные промышленные ассоциации — РСПП, Торгово-промышленную палату. Они также должны были получить право выдвинуть своих представителей в совет директоров. Все члены совета направлялись на определённый срок, должны были исполнять свои полномочия на компенсационной основе и нести всю полноту ответственности за принятые решения. По истечении определённого срока они теряли право продолжать работу в совете, и должны вернуться к своей профессиональной деятельности.

Планировал я и создать дисциплинарную комиссию, с которой глава надзора, принимающий единоличные решения (скажем, об отзыве лицензии или о восстановлении лицензии, о ликвидации разрешения), мог консультироваться. В ней мы бы задействовали спе-

циалистов в области корпоративного права и судей. Французский регулятор в то время уже привлекал членов Высшего арбитражного суда к своей работе для того, чтобы избежать принятия решений, которые бы обжаловались в судах.

Вот такие планы у меня были, пока я не столкнулся с реальностью. Достаточно быстро я понял, что в формате административной реформы реально коллегиальной службу сделать было нельзя, а устанавливать декоративную коллегиальность не было смысла. ФСФР была создана как министерство и функционировала на принципе единоначалия. Руководитель ФСФР принимал своим решением нормативные акты, обязательные для всех участников рынка.

Кстати о своём желании создать независимую коллегиальную структуру я говорил и президенту на мартовской встрече. В ответ он показал мне на Грызлова и сказал: «Если это вопрос законодательства, обращайтесь с предложениями в Думу! Борис Вячеславович вас поддержит!»

Реально закрыть штаты удалось только в августе. К этому времени стало понятно в основном, что можно идти дальше.

Каждый мой предшественник решал свою историческую задачу, ведь изменения происходили тогда очень быстро. Мне достались законопроекты ими подготовленные процентов на 60% от необходимых на рынке. Хотя рынок ещё и признавался нерегулируемым по оценке International Organization of Securities Commissions — Международной организации комиссий по ценным бумагам. В IOSCO разработаны принципы, по которым можно судить о развитии рынка в той или иной стране.

Игорь Владимирович Костиков успел подписать документы о вступлении ФКЦБ в члены этой организации. Но мы не присоединились к Меморандуму о взаимопонимании, который является наиболее важным. Членство давало нам возможность участия в различных мероприятиях, встречаться с другими руководителями регуляторов. Но не подписавший меморандум не считался коллегой по IOSCO. Сразу после вступления в должность я встретился с председателем комиссии, и он подтвердил наше право продолжить работу по присоединению Меморандумом. Для этого у нас, как и у других потенциальных кандидатов, было ограниченное время, сделать всё следовало то ли до конца 2007-го, то ли конца 2008 года. За это время надо было стать соответствующим

принципам IOSCO. Это должна была подтвердить специальная комиссия, которая прибыла бы для этого в Россию. Камнем преткновения было регулирование инсайдерской торговли, которое во всех странах — членах этой организации предполагало доступ к информации о счетах юридических и физических лиц — фигурантов расследования неправомερных сделок. В то «вегетарианское» время ФСФР такого добиться было практически нереально. Вступили мы в IOSCO уже при Сергее Швецове в 2013 году.

Тогда мы выстроили примерно следующие приоритеты, направленные на развитие рынка, которые затем были отражены в первой Стратегии развития финансового рынка, одобренной правительством.

Во-первых, необходимо было построить развитую инфраструктуру фондового рынка, которая не приносила бы нерыночные риски для инвесторов и отвечала бы современным мировым стандартам. В частности, в стране должен быть центральный депозитарий, осуществляться централизованный клиринг биржевых сделок, биржи должны работать по конкурентным технологиям, к которым привыкли инвесторы и посредники в мире. То есть в короткое время следовало перелопатить всю учётную систему.

Далее следовало побороть инсайд и грубое манипулирование ценами, содействовать развитию новых инструментов рынка. Важнейшей задачей было также упростить процедуры эмиссии и первичного размещения ценных бумаг, создав конкурентные условия для IPO на российских биржах, и так далее. Наконец, должен был появиться мегарегулятор.

Ещё одно важное направление — защита прав инвесторов — было выполнено ФКЦБ при И. В. Костикове, когда был проведён соответствующий закон, но надо было воплощать требования в реальность.

### **Я тебя породил, я тебя и убью. О мегарегуляторе замолвите слово**

Впервые о создании в России мегарегулятора заговорили в 1999 году. Английская компания Cadogan Financial провела по заказу ФКЦБ исследование и заявила, что целесообразно объединение отечествен-

ных регуляторов. Обосновывали консультанты это неравномерностью, фрагментарностью и непоследовательностью российской нормативно-правовой базы, малыми размерами рынка капитала, отсутствием независимости существующих органов регулирования, низкой оплатой труда чиновников, дефицитом ресурсов регуляторов и отсутствием чёткой карьерно-иерархической структуры. — *Прим. авт.-сост.*

В сентябре 2003 года я, будучи первым зампредом Банка России, на конференции по созданию срочного рынка, заметил, что разногласия и противоречия многочисленных ведомств при решении того или иного вопроса ставят правительство в тупик. От этого страдает финансовый рынок — он отстаёт в развитии и не выполняет своей функции перетока капиталов. Тогда я предложил создать надведомственный орган, некую комиссию, призванную регулировать финансовые рынки и разрешать межведомственные споры. То есть фактически мегарегулятор.

После этого на заседании Правительства РФ в середине ноября 2003 года, посвящённом мерам по развитию российского финансового сектора, уже Герман Оскарович Греф заявил о необходимости объединения функций ФКЦБ, ЦБ и его Минэкономразвития в единый регулятор.

Активными участниками рынка ценных бумаг всегда были банки, и у нас с Центральным банком возникали довольно существенные взаимодействия в этой области. И я чувствовал, что хорошо было бы сделать регулирование на фондовом рынке консолидированным.

Ещё в 2004 году во время встреч с первым зампредом Банка России Андреем Андреевичем Козловым (очень интересующимся новостями с фондового рынка), я сделал предложение объединить надзор над нашими рынками под крышей ЦБ. Ходили по этому вопросу к председателю С. М. Игнатьеву. Однако Сергей Михайлович сказал, что не стоит этого делать, по крайней мере, в тот момент.

Сотрудники Банка России не имеют права участвовать в совместных проверках или включать представителей других организаций в свои. Хотя мы иногда нарушали это правило и совместные проверки показали высокую эффективность: были пресечены некие масштабные схемы легализации незаконно полученных капиталов.

Между банками и небанковскими финансовыми учреждениями есть существенная разница: банки берут довольно большие риски на свой баланс, гораздо более существенные, чем небанковские организации. Это было, на мой взгляд, единственным объективным основанием для того, чтобы сохранить в России раздельное регулирование банковского и небанковского секторов финансового рынка.

После этих попыток я стал предлагать подготовить для функционирования ФСФР особый закон.

Мы изучили опыт регулирования в Великобритании, Франции и Германии. В Великобритании до реформы ключевую роль на рынке небанковских финансовых услуг играло саморегулирование. По такому пути мы шли при Д. В. Васильеве. Там было несколько саморегулируемых организаций по направлениям профессиональной деятельности: брокерские услуги, строительные общества, управляющие и другие. Реформы объединила их в единую организацию — Financial Services Authority (FSA). Уровень Управления по финансовому регулированию и надзору был поднят до статуса публичного органа, действующего на основе специального закона. Пользующийся доверием инвесторов регулятор финансового рынка создавался для того, чтобы Лондон утвердился в качестве мирового финансового центра.

Банковский надзор и надзор над небанковскими финансовыми организациями во Франции там был разделён между Банком Франции и финансовым регулятором *Authorités des Marchés Financiers* (AMF), который был создан только в 2002 году. В совете директоров AMF были представлены участники рынка. И такой подход был близок мне. В своих планах я довольно много заимствовал именно от французского регулятора.

Тем временем с созданием ФСФР в России действительно произошла определённая консолидация регулирования и надзора. Служба стала заниматься практически всеми видами коллективного инвестирования, инвестированием накопительной части пенсий. Вскоре мы стали регулировать работу жилищно-строительных обществ.

Это решение оказалось положительным: профессиональное управление активами гораздо эффективнее регулируется и контролируется из одного органа.

Мы видим, что ни у кого, кроме нас, большого интереса к этому процессу нет. Все ведомства, которые имеют отношение к этому процессу — прежде всего Министерство финансов, Министерство экономического развития и торговли, Банк России, — вроде бы и не против такого движения, но в то же время не испытывают большого энтузиазма. При такой постановке достаточно трудно быстро двигаться вперед.

«Мегарегулятор — новый шаг в развитии финансового рынка» — интервью руководителя ФСФР России О.В. Вьюгина // Аналитический банковский журнал. № 9, 2005.

### Центральный депозитарий — всему голова

Поначалу у меня было представление, что создать Центральный депозитарий удастся достаточно быстро, хотя речь о его создании шла уже семь лет. Мы оперативно подготовили соответствующие поправки в Закон «О рынке ценных бумаг» и летом 2004 года были намерены внести их в правительство, а затем в Госдуму. Меня поддержал в этом первый зампред Банка России Андрей Андреевич Козлов. Он предложил даже создать экспертную группу для развития инфраструктуры фондового рынка, пригласив в неё ещё и опытного специалиста зампреда Сбербанка Беллу Ильиничну Златкис.

Я был уверен, что выбрать Центральный депозитарий можно было бы из существующих депозитариев на основе тендера или объединив их. В Национальном депозитарном центре (НДЦ), расчётном депозитарии ММВБ и Депозитарно-клиринговой компании (ДКК), расчётном депозитарии РТС, на тот момент было сосредоточено подавляющее число счетов клиентов. Оба депозитария были соединены технологическим мостом. Таким образом, как я считал, к ним следовало только предъявить жёсткие условия для того, чтобы стимулировать их к объединению.

14 апреля 2004 года на собрании членов ПОРТАДа я заявил, что структура единого ЦД будет создана через полтора года. Эти слова были встречены гробовым молчанием.

Обсуждалась проблема появления двойных реестров, и я говорил, что изменение статей Закона «О рынке ценных бумаг» не панацея, что это простое латание дыр. «Махинации исчезнут только после создание единого центрального депозитария. Иначе мы пойдём по пути ФКЦБ, которая лечила, но её лекарства вызывали новые болезни», — сказал я тогда коллегам. К тому моменту мы



уже инициировали конкретную работу по этому вопросу. И планировали оперативно создать благоприятную законодательную среду для инвестиций в такой проект. Деньги для этого на рынке были.

В. С. Плескачевский, тогда председатель совета директоров ПАРТАД и глава думского комитета по собственности, на это ответил: «Олег Вячеславович открыт для диалога. А все эти шуры-муры мы устраиваем, чтобы войти в диалоговый режим. Ему надо помочь. Центральный депозитарий — плохая идея для старта»<sup>1</sup>.

За два последующих года интенсивных дискуссий мы прошли сложный путь к единому пониманию того, как следует в России создавать Центральный депозитарий. Принятое решение оставляло свободу собственникам существующих инфраструктур распоряжаться ими, но одновременно создавало серьёзные стимулы для консолидации их деятельности.

Для нас как регулятора фондового рынка самым важным было обеспечить надёжность системы учёта прав собственности по бумагам, участвующим в торгах, её соответствие международным стандартам. Только центральный депозитарий подтверждал права собственности на ту или иную бумагу. И если появляются расхождения по счёту, он закрывает недостаток своими средствами. В этом смысле создание Центрального депозитария приводило к необходимому изменению учётной системы и увеличению доверия к ней.

Теперь централизация учёта прав собственности по сделкам с ценными бумагами на биржах обеспечивается уникальным правом Центрального депозитария открывать счета номинального держания в реестрах по ценным бумагам, имеющим проспект. Остальные депозитарии по ценным бумагам, имеющие проспект, могут выступать только в роли кастодианов, которые получают право открывать счета номинального держания в Центральной депозитарии.

Так было не всегда и мы в середине 2000-х годов работали над подготовкой необходимого закона. Он допускал переходный период, в течение которого могли действовать несколько центральных депозитариев. Дело в том, что тогда существовали два самых крупных депозитария, практически соответствующих необходимым для ЦД параметрам, — это Депозитарно-клиринговая компания (ДКК) и На-

<sup>1</sup> *Полищук Игорь*. ФСФР не желает делиться полномочиями // *Время новостей*. 15.04.2004.

циональный депозитарный центр (НДЦ). И нашим законопроектом было предусмотрено, что депозитарии открывают друг другу счета лоро — ностро и обеспечивают бесплатное и недискриминационное движение бумаг между собой. Это означает, что если у меня есть счёт только в НДЦ и я торгую на РТС, то у меня есть беспрепятственная возможность привлечь бумагу, учитываемую в НДЦ, для совершения сделки на РТС. В результате: либо должна была произойти специализация (например, на срочный рынок и спот-рынок, как это произошло в Бразилии), либо пойти эволюционный процесс создания единых биржи и Центрального депозитария.

Но у этой работы была предыстория.

16 сентября 1997 года вышел подготовленный Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг Указ Президента РФ «Об обеспечении прав инвесторов и акционеров на ценные бумаги в Российской Федерации». В нём говорилось: «Согласиться с предложением правительства о создании национальной депозитарной системы, включающей в себя Центральный депозитарий». Однако в указе была



Из архива НАУФОР. Фото Павла Петрова

*В. Стрельцов, Г. Минх, О. Вьюгин*

некая двусмысленность: оказалось, что создаётся не Центральный депозитарий, а центр хранения. Многие расценили это как попытку составления досье на всех участников рынка, пусть даже в хорошем понимании этого слова. Все права собственности должны были храниться в одном месте. С одной стороны, это было позитивным шагом. Но с другой стороны, вспомним обстановку того времени: права собственности были абсолютно непрозрачными и истинные владельцы ценных бумаг старались не светиться по многим причинам. Поэтому участники рынка увидели в этом посягательство на их интересы как со стороны государства, так и рейдеров. И хотя тогда же был оплачен уставный капитал ЦД в размере 10 млн рублей и назначен его гендиректор, всё на этом и остановилось.

Как расчётный депозитарий для биржевых сделок указанный Центральный депозитарий в то время не провозглашался. Создаваемый позже Центральный депозитарий, безусловно, был другим, он являлся единственным расчётным депозитарием для всех биржевых сде-



Из архива НАУФОР. Фото Павла Петрова

*В. Резник, В. Стрельцов, О. Вьюгин, Г. Минх, Б. Панкин, А. Яцкин*

лок. Его создание имело целью обеспечить концентрацию ликвидности торгуемых ценных бумаг в одном расчётном депозитории.

Идея создания центра хранения не решила бы инфраструктурных проблем и в атмосфере передела собственности выглядела как попытка государства наложить лапу на этот непростой процесс. Да и выбор к тому времени уже был сделан: права собственности учитывали регистраторы, а кастодиальные депозитарии хранили эти права. Создавая простой дубликат информации о правах собственности, государство вряд ли смогло бы пресечь все злоупотребления, связанные с неправомерными действиями регистраторов, судов или органов управления самих эмитентов.

Закон о Центральном депозитарии в результате мы приняли, но он не был при нас утверждён Госдумой. Этот закон, как и закон о клиринге, так же сданный нами в Думу, был очень сложным, задевающим интересы многих групп...

В первую очередь его боялись регистраторы, их функции резко уменьшались. А во-вторых шла борьба между НДЦ и ДКК. В тот момент НДЦ получил блокирующий пакет акций своего конкурента и всячески мешал ему осенью 2005 года увеличить свой капитал. Это требовалось для того, чтобы претендовать на звание Центрального депозитария. Только когда в законе мы прописали, что ЦД может быть не один, стороны успокоились.

Подозрительностью сумели заразить и сильно влияющего на результат Грефа, я его неоднократно просил поддержать законопроект, но он, видимо, рассуждал так: «Олег — хороший человек, но ведь он в службе не один!» Аналогичное отношение было и в Минфине, Кудрин вроде был за, но дело не двигалось.

### **Рейдерство — норма жизни?!**

В 1990-х годах перераспределение прав собственности шло через приватизацию либо путём искусственного банкротства. После начала активной борьбы с псевдобанкротствами к 2000 году удалось перекрыть все лазейки в этой области. Тогда основным способом перераспределения прав собственности стало использование лазеек в учётной системе прав собственности на ценные бумаги. Появились классические рейдеры, которым нужна была информация о реальных собственниках, для того чтобы либо скупить акции, либо сразу

провести альтернативное собрание, подготовив альтернативные реестры и так далее.

Проблема использования учётной системы с целью рейдерства не была сосредоточена в одном каком-то месте. Во-первых, опыт показывает, что, как правило, в этот процесс были втянуты коррумпированные судьи, принимающие неправомерные решения. Эту лазейку закрыли, внося изменения в корпоративное право, в частности, рассмотрение корпоративных споров стало проходить только на территории, где зарегистрировано акционерное общество. Делалась попытка перевести все корпоративные споры в специализированные арбитражные суды, занимающиеся разбором корпоративных конфликтов.

Кроме вышесказанного существовали многочисленные пробелы в нормативных документах, которые регламентировали действия регистраторов. Конечно, ситуация за 10 лет по сравнению с серединой 1990-х годов сильно изменилась. Вместо нескольких сотен осталось только 78 компаний, ведущих реестры акционеров. Возникло ядро регистраторов, принявших стратегию ведения честного бизнеса. Но оставались и регистраторы, которых мы знали, участвовавшие в очевидных противоправных действиях. Их ещё не схватили за руку, во многом потому, что тогда было довольно сложно наказать регистратора, так как полномочия по приостановлению и лишению лицензий у ФСФР были весьма ограничены. Когда дело доходило до суда, даже если обнаруженное нарушение было вопиющим, он требовал предъявления доказательств о неоднократных зафиксированных нарушениях.

В Законе «О рынке ценных бумаг» прописывалась процедура урегулирования расхождения данных по количеству ценных бумаг по счетам в депозитарии и у регистратора. Только в законе о центральном депозитарии было обговорено, что выписка из центрального депозитария подтверждает право собственности на ценные бумаги. Это существенно повысило уровень защиты прав собственности на торгуемые ценные бумаги.

### **Закон об инсайдерской информации**

Дело в том, что Закон о злоупотреблениях на рынке ценных бумаг (в котором идёт речь о противодействии использованию инсайдерской информации) — закон о дефинициях, полномочиях

и санкциях, и поэтому его судьба всегда связана с уровнем доверия регулятору. В подготовленном нами законопроекте были определения, гораздо более конкретные по сравнению с аналогичной европейской директивой (MarketAbuseDirective). Однако санкции против недобросовестного использования такой информации, предусмотренные нашим законопроектом, были на порядок мягче, чем в директиве ЕС. Список признаков манипулирования ценами у нас был закрытым (что сделать практически невозможно), в ЕС же он открыт и оставлен на усмотрение регулятора. Нам же оппоненты говорили: кто будет судьёй? Министерство экономического развития укоряло нас, что так делать нельзя и выступало против наших инициатив, обвиняя нас в том, что мы создаём благодатное поле для коррупции.

Законопроект предоставлял регулятору право проводить административное расследование — сбор информации, в том числе путём опроса лиц, причастных к сделке. Брокер указал на клиента, запросили объяснения от клиента, и так далее. Регулятор получал



Фото Павла Петрова



право запросить письменное объяснение, и, если гражданин отказывался, значит, он нарушал закон. Объяснения ложились бы в основу протокола, который мог быть использован в суде. Но ещё был нужен при расследовании доступ к счетам. А это сопряжено с нарушением банковской тайны и, естественно, тогда выступил против нас Банк России.

В случае низкого доверия к регулятору такой закон провести было трудно, в нашем случае положение изменилось, и большинство крупных участников рынка однозначно сказали, что этот закон поддержат. Они подготовили свои замечания. Дали положительные оценки законопроекту саморегулируемые организации «Национальная ассоциация участников фондового рынка» (НАУФОР) и «Национальная фондовая ассоциация» (НФА). В результате он в 2007 году был внесён в правительство, и мы ожидали его рассмотрения и внесения в Государственную думу.

Закон был принят при моём преемнике.

### **Саморегуляция и другие проблемы рынка**

Саморегулируемые организации (СРО) не смогут заменить государственное регулирование, поскольку между ними и регулятором изначально заложено противоречие, неразрешимое простой передачей функций. Но и регулятор не может заменить СРО, если, конечно, они не спящие. СРО полезны, так как способны устанавливать обычаи делового оборота лучше, чем регулятор, поскольку ФСФР не работает на рынке и не понимает его реалий. Эти обычаи можно трансформировать в нормы через правоустанавливающий орган. Но этот орган не может передавать много функций СРО, поскольку он регулирует, а регулирование — это ограничение.

У саморегулируемых организаций достаточно большое поле деятельности. Это разработка собственных стандартов, которые не противоречат нормам, установленным законами и нормативными актами, а дополняют их. Таким путём СРО поддерживают чистоту своих рядов. Саморегулируемые организации всегда выходили на нас с инициативами. И обратная связь, информация снизу всегда полезна. Можно её не принимать, не использовать, но иметь в виду её необходимо.

Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР) регулярно предлагала написанные участниками рынка законопро-



екты, поэтому у меня с ними были продуктивные взаимоотношения. Мы передали ей сбор отчётности своих членов. И всё пошло очень гладко.

ФСФР стала включать в состав комиссий проверяющих профучастников представителей СРО.

Были внесены изменения в систему постоянной аттестации профучастников, мы удлинители сроки между переаттестациями, а также аккредитовали НАУФОР в качестве организации, осуществляющей аттестацию специалистов финансового рынка. НАУФОР по нашему заказу тогда разработала новые вопросы для проведения экзаменов на получение квалификационных аттестатов. В результате мы ликвидировали механизм, позволяющий нечистоплотным специалистам (такие, увы, встречались) зарабатывать несправедливые деньги.

Для того чтобы знать отношение профучастников к нашим инициативам, мы периодически проводили совещания. Так при подготовке закона о центральном депозитарии было очень много совещаний с депозитарщиками и другими заинтересованными лицами. Был я всегда открыт и для инициатив. Любой специалист, имеющий конструктивные предложения, мог написать мне и встретиться для беседы.

В то же время тотальное саморегулирование, на мой взгляд, не допустимо, оно приведёт к ущемлению прав потребителей услуг в той сфере деятельности, на которой действуют СРО, так как они прежде всего призваны защищать интересы своих членов, а не потребителей. В частности, это позволит отдельным представителям крупного капитала создавать структуры, формально отвечающие требованиям СРО, но отражающие интересы конкретной отраслевой группировки.

Большой блок работ был связан с вопросами эмиссий. Этот процесс был сильно зарегулирован. Без регистрации отчёта, на что отводился один месяц, нельзя было торговать этими акциями. Закон не предоставлял возможности начать вторичное обращение акций практически сразу после первичного размещения. Сиди, жди...

Кредитная организация даже была вынуждена в этом случае создавать программу депозитарных расписок только для того, чтобы получить возможность начать вторичные торги сразу после размещения.

В то же время за рубежом возможность торговать сразу после размещения была. В результате наши банки предпочитали проводить свои IPO в Лондоне.

И вот НАУФОР проявил инициативу, поддержанную нами, реализованную в виде законопроекта, внесённого депутатами в Государственную думу и принятого в конце концов (уже без меня), который позволил кредитным организациям воспользоваться возможностью быстрого выхода на биржу сразу после IPO.

Сейчас разницы, где проводить IPO, нет.

Занимались мы и производными финансовыми инструментами, которые прежде в судах трактовались, как сделки-пари. К ним относятся любые ценные бумаги, цена которых внутренне зависит от цены другой ценной бумаги, в частности, фьючерсные и форвардные контракты, опционы, варранты.

Тогда пришлось много работать с Администрацией Президента и Советом по кодификации и совершенствованию гражданского законодательства при президенте. Ведь ещё в 2002 году президентом В. В. Путиным было сказано, что с учётом специфики производных финансовых инструментов их регулирование необходимо прописать в отдельном законе.

Со светилами юридической науки из Совета мы потратили два года, чтобы только изменить столь компрометирующую формулировку — сделка-пари. Но дальше дело не пошло.

С депозитарными расписками тоже была определённая борьба. Для крупных эмитентов было выгодно их выпускать. И запретить это делать им было нельзя. Слишком легко было этот запрет обойти, переведя акции на какую-нибудь люксембургскую или другую офшорную компанию. Так инвестбанки и начали делать. Их руководство я приглашал к себе, укорял, просил не поступать таким образом. На что мне отвечали: «Тогда предложите что-то, чтобы люди могли дышать!» И это было справедливо.

Но в конце концов вопрос упирался в качество отечественной инфраструктуры. В Лондоне акции покупают консервативные инвестиционные фонды на длительный срок. В России таких нет. Мы тогда предложили создать механизм, позволяющий тем же иностранным фондам приобретать наши акции, но у нас. Это дешевле для них будет, отсутствует плата за перевод и плата, которую берут депозитарные банки-кастодианы. Но сделать это можно было только после создания Центрального депозитария. Сейчас такой бизнес кастоди-

альных банков в России умер. Есть ЦД и Euroclear, не хотите акции держать в России, пожалуйста, пользуйтесь услугами европейского центрального депозитария. Это уже дешевле и так же надёжно, как депозитарные расписки.

Единственной причины моего ухода из службы не было. Я был, конечно, неудовлетворён тем, что вся система, в которую входила ФСФР, не давала возможности быстро достичь результатов. На то, что в нормальной ситуации можно было пройти за один-два года, требовало в наших условиях десятилетия. Препятствия межведомственного согласования отнимали много сил и времени.

Если же говорить о том пути, который прошли российские экономика и рынок на рубеже в 1990-х и 2000 годов, то, конечно, можно уверенно сказать, что был сделан огромный рывок вперёд. Если же говорить о фондовом рынке, то он вообще создан в эти годы с нуля. В 1990-е был принят базовый закон о рынке ценных бумаг и созданы основы инфраструктуры. В 2000-х годах фондовый и финансовый рынки в целом стали играть присущую им роль — рыночного механизма трансформации сбережений в инвестиции. В 2007 году уже 40% инвестиций в основные активы российских компаний были обеспечены финансовыми ресурсами, полученными на финансовом рынке, то есть не за счёт собственных средств, а путём выпуска корпоративного долга с фиксированной доходностью или размещение акций. Это качественное изменение! Если бы не финансовый кризис, произошедший уже в следующем году.

Менялась и психология населения как инвестора: всё больше появляется людей, достаточно разумно пользующихся различными финансовыми инструментами с целью сохранения и увеличения реальной величины личных накоплений. То есть люди начали понимать, что доход от акций и облигаций не результат чуда, а продукт развития экономики. И мы являлись участниками этого экономического проекта.

Вместе с тем развитие институциональных инвесторов в нашей стране до сих пор катастрофически отстаёт от потребностей корпоративного сектора. Крупным источником длинных инвестиционных денег для отечественной экономики могла бы стать система обязательного пенсионного страхования (ОПС), но её урезали до незначительного уровня, исключив из пенсионной реформы наиболее активную часть трудящихся, а правила инвестирования сформулировали так, что сохранить реальную величину накоплений в ОПС пока не уда-

ётся. В результате мы закачиваем деньги в стабфонд, инвестируем его за рубежом, вместо того чтобы копить будущую пенсию и одновременно получить длинный ресурс для инвестиций внутри страны. Мы в своё время предложили развивать корпоративные пенсионные системы, но не ощущаем поддержки идеям со стороны ведомств, ответственных за это направление.

Оценивая свою работу в ФСФР, могу сказать, что мне удалось сформулировать стратегические задачи и направления нашей службы, которые мне не удалось довести до конца, но они были в основном реализованы в последующие годы в том виде, в каком мы их задумали. То есть выстрел был не в сторону, а в яблочко, просто пуля летела слишком медленно. К тому же удалось сформировать неплохой коллектив, который добился многих успехов и после меня.