

---

Виктор Семенович  
**Плескачевский**

**Нам повезло,  
что мы все делали  
с нуля!**

Однажды на встрече с Аланом Гринспеном я с легкой иронией спросил его, мол, Россия разрабатывает концепцию регулирования финансовых рынков, в мире существует несколько моделей, дескать, чью модель стоит использовать в России. Поняв ироничность моего вопроса, мудрый гуру финансового рынка, тогда еще глава Федеральной Резервной Системы США, улыбнувшись, ответил, что в мире нет идеальной системы, и что он знает о наших (российских) экспериментах с безналичными ценными бумагами, и что ВБ (Россия) знает НАС (мировой финансовый рынок), лучше чем МБ ВАС. А поэтому Россия с учетом этого знания своих и мировых ошибок может попробовать построить свою модель.

Действительно, в начале 90-х в России на финансовом рынке одновременно с печально знаменитыми «пирамидами» происходили не менее интересные события. В конце советского периода экономические вузы СССР (Финэк и ЛГУ в Питере, и МГУ в Москве) «выпускали» по 15–20 дипломников по специальности «Финансы и кредит» и к бурно начавшимся 90-м, в стране катастрофически не хватало финансистов. Банки в качестве управляющих/гендиректоров назначали кого попало, лишь бы соискатель имел какое-нибудь экономическое образование. (Кстати, банкиры, как — Банкиры с большой буквы, в России начали появляться только после кризиса 1998 года.)

А на фондовом рынке в то время, в силу абсолютной его новизны и несопоставимой сложности, было еще хуже, царил анархия — мать порядка, потому что детали Рынка, Его Величества Капитала, не понимали ни академики, ни большинство «практиков» (кстати, и до сих пор в глубине понимания чиновников и теоретиков есть проблемы). И тогда здоровым ядром фондовиков стали «технари» — инженеры, физики, математики, не отягощенные глубоким знанием политэкономии, социалистической экономики, но с изрядным интеллектом и интересом.

Переводные книжки «Экономикс», Торговый и Коммерческий Кодексы, «Доклад Тридцати» и т. п. читались, как в свое время «Архипелаг ГУЛАГ», — «в списках». Мы не понимали, почему только «деньги — назначенное средство платежа», в то время, когда за «чеки» можно купить многое, даже бутылку водки. И зрела тогда крамольная инженерная

мысль, что средством платежа может быть любой финансовый инструмент при достаточной ликвидности — способности приемлемо быстро превращаться в объекты потребления. Вникали, в чем отличия между учетом прав собственности на акции и учетом акций, как объектов собственности. Почему только в России поставка против платежа (Т+0) может



**В. С. Плескачевский**

**1988–1991**

Председатель производственного кооператива «Алтус».

**1990–1993**

Руководитель МСП «Алтус»

**1991–1997**

Управляющий инвестиционной компании «Алтус БИС» (ALTUS Broking Investment Service).

**1992**

Учредитель ЛФБ (позже — СПФБ) и ЛТФБ (позже — СПТФБ)

**1992–1997**

Член Совета Директоров по развитию СПФБ

**1995–1999**

Руководитель Фонда развития и инвестиций «Преображенский» (группа «Алтус»).

**1999 — наст. время**

Депутат Государственной Думы Федерального Собрания Российской Федерации.

означать расчеты в реальном времени, а не расчеты «день в день», как в приличных странах.

Недаром в конце недельного пребывания в 94-м делегации СПФБ (Санкт-Петербургской Фондовой биржей) Дойче Банк собрал не запланированную в программе пресс-конференцию 15-ти крупнейших СМИ Германии, чтобы заявить, что СПФБ — самая интеллектуальная биржа России. Наверное, потому, что остальные приезжали в основном пиво попить. И спустя год немецкий банк развития KfW, через Немецкое общество содействия развитию финансовых рынков Центральной и Восточной Европы, выделил 1 млн DEM на создание модели Операционного (расчетного) биржевого Депозитария. Кстати «поставка против платежа в реальном времени», как модель, работала на СПФБ еще в 1995–97 на торгах Облигациями Санкт-Петербургского муниципального займа.

К сожалению, пока нам не удалось выстроить рынок ценных бумаг, рынок финансовых инструментов, рынок капитала, который можно было бы считать, хотя бы соответствующим уровню развития экономики России. Чиновники докладывают о невероятном росте капитализации фондового рынка. Мол, догнали Германию, теперь догоняем Японию, и к Новому году, мол, уже догоним. Но умалчивается, что Россия давно и надолго (если ничего не менять) уже имеет первое место в мире по концентрации капитализации и оборота. То есть 5% крупнейших эмитентов России, числом 13 дают 80% всей капитализации и 98% всего торгового оборота. В США, которые стоят на последнем месте в этом списке, — 5% крупнейших числом примерно 300 дают только 20% всего оборота. При этом в России имеется 307 (в другом списке рядом с Турцией — 309) листинговых эмитентов, а в США их около 5000. А кроме того, общая емкость финансового рынка в отношении к ВВП в России — 86%, а в Англии более — 700%, да и в развивающихся странах — более 200%. То есть в России это не финансовый рынок, а его работающий макет.

Поэтому сегодня мы опять на распутье. Так что вспоминать историю, оглядываться назад, имеет смысл уж точно не для того, чтобы тешить свое самолюбие. Смысл читать

**2000 — наст. время**  
Председатель Комитета  
Государственной Думы  
по собственности.

**2000 — наст. время**  
Председатель Совета  
директоров ПАРТАДа.

**2006 — наст. время**  
Член Правления  
Российского Союза  
Промышленников  
и Предпринимателей.

воспоминания тех, кто делал первые шаги на этом пути, формировал терминологию, вытаптывал дорогу всему рынку, состоит в том, чтобы новое поколение фондового рынка, осмыслив идеи того романтического времени, добавив свое, позволило себе немного смелого обобщения и попыталось сделать очередной качественный рывок вперед. Креативных идей много. Жаль, «выше лба уши не растут». Нужно время.

В моей жизни есть несколько примеров признания коллег, которыми я очень дорожу. В 2006 году я, как эксперт Мирового банка, был приглашен на его 50-летний юбилей. Воспользовавшись случаем, я посетил Депозитарную трастовую компанию (DTC) — практически Цент-

ральный депозитарий США. Мне долго не могли организовать эту встречу, я уже потерял надежду, и вот в день, когда я должен был улетать в Москву, такая возможность представилась. Я полетел в Нью-Йорк. В DTC меня встретил молодой самоуверенный офицер, занимающийся разными посетителями, который начал объяснять, что такое депозитарий. Я очень-очень вежливо попросил у организаторов заменить его кем-нибудь постарше званием. Пришел какой-то начальник, пожилой, усталый, простуженный латиноамериканец в вытянутом свитере и сказал: «О, сэр, я болею, на работе случайно, у нас только 15 минут». В результате мы проговорили 4 часа. «Сэр, я тридцать лет занимаюсь расчетами по ценным бумагам, как я вам (России) завидую, вы можете организовать расчеты безналичными деньгами за безналичные деньги в реальном времени. Вам повезло, что вы все делали с нуля, имея перед собой весь мировой опыт! А мы мучаемся с практической дематериализацией физических выпусков ценных бумаг». Нас остановил мой переводчик. Он взмолился: «Имейте совесть, уже 8 часов вечера, сегодня пятница — «week end», моя девушка ждет уже час, моя личная жизнь под угрозой».

### **Я тот самый инженер**

В начале 90-х годов Россия переживала романтический период и одновременно странную трансформацию посттоталитарной страны, в которой не было и быть не могло никакого рынка (тем более — рынка капитала) в страну с элементами рыночных отношений. Мы закладывали, как могли, его фундамент. Переход Отечества на новые экономические рельсы носил налет авантюризма. Но создавать на пустом месте первые основы финансового регулирования, финансовых инструментов, правил поведения, очевидно, по-иному было нельзя. Платформа рынка ценных бумаг в 90-х строилась, с одной стороны, чиновниками, с другой — самим коммерческим сообществом. И те, и другие не были экономистами или финансистами с системным образованием. Это были инженеры и математики, как, например, Анатолий Левенчук или я собственной персо-

ной. Первыми нашими экономическими университетами были простые профессиональные «тусовки». Я принимал участие в первых мероприятиях, организованных РИНАКО (тем самым Левенчуком), где участники с инженерным прагматизмом подходили к проблеме, одинаково для всех новой. Может быть, поэтому Анатолий Левенчук ввел термин «финансовая инженерия» и «финструменты», а позже создал Институт коммерческой инженерии. Позже таких «тусовок» стало много, они проходили в пансионатах «Юность», «Турист», «Сенеж».

Это было не просто романтическое, а поистине прорывное время. Как будто какой-то тромб оторвался, и страна, ринулась в бурный рыночный поток. Как и кому было с ним справляться? Чиновники разных уровней тогда еще не гнушались спросить у представителей рынка: «А как вы думаете?» Присылали на экспертизу проекты нормативных актов.

Я — тот самый инженер, кроме того, сильно увлекающийся физикой. Накануне новой истории с 1985 по 1988 гг. я работал в гидрометеорологическом институте. Темы моих работ, — предгроза, предград. Мне, как и многим, просто надоело работать инженером. Маленькая зарплата, в сущности «зряплата», ссоры за премии, философствование на кухнях и в курилках да прожигание времени — вот что такое было советские вузы и НИИ.

Спасало меня мое хобби — альпинизм. Короткие мгновения интересной жизни. И мы искали возможность применения опыта сложных стеновых восхождений, чтобы заработать. В результате я свою трудовую книжку положил в строительном управлении. Создал бригаду промышленного альпинизма. В СМУ пришла наша группа молодых и сказала: «Вы мучаетесь с ремонтом цеха уже два месяца, и еще два маячат впереди. Мы со своим альпинистским снаряжением без строительства лесов, сделаем все, что нужно за две недели». Однако платить нам больше 300 руб. в месяц не могли, поэтому, компенсацию мы брали временем — за неделю вырабатывали месячную норму, а 3 недели использовали по собственному усмотрению. В таблице нам ставились рабочие дни. Вот вам лицо «квазирынка». Нас ненавидели, называли «подснежниками», но вынуждены были с нами считаться. Мы делали план и те, работы, которые никто сделать не мог.

Так было до июля 1988 года. И вот.... Сидим в горах, позади несколько сложнейших восхождений, в том числе на Чемпионате СССР — вертолет привозит почту, в ней «Известия». А в ней — закон о кооперации. Ура! То, что нужно для самореализации в законной форме... Уже 24 августа был создан производственный кооператив высотных работ «Алтус» (высота). Члены кооператива — шесть мастеров спорта по альпинизму. А к середине сентября мы заключили первый большой договор на капитальный ремонт 150-метровой трубы института «ЛенНИИ Химволокно». Она дала усадку на одну из четырех «ног», и три года находилась под аварийным предписанием немедленно устранить проблему, так как конструкции трубы уже начали разрушаться. Гендиректор и главный

механик «сушили сухари», т. к. рядом с трубой находились химпроизводство и пороховой завод. И вот мы, шесть дураков, обязались трубу укрепить и защитить. Кстати, до нас от этой работы отказались все государственные монтажные организации. Как мы зимой подняли вручную 15 тонн металлоконструкций, смонтировали их и сварили — вопрос отдельный. Но закончили дело и получили безумные, по тем временам, деньги — 150 тысяч рублей. Напомню, тогда «Жигули» стоили 5 тысяч. В декабре того же года, на третий день после землетрясения в Ленинкане, при поддержке Ленгорисполкома я первым спецрейсом во главе группы из 10 сотрудников кооператива, профессиональных спасателей, вылетел к месту катастрофы.

После возвращения, понимая, что для дальнейшего роста не хватает знаний (не лазить же до пенсии по трубам!), я записался на первые, организованные в Питере курсы по внешнеэкономической деятельности. Это событие стало поворотным в моей биографии. Там всем желающим по выходным читали лекции управляющие из «Моснарбанка» (Лондон), из Академии внешней торговли, из Государственной внешнеэкономической комиссии, юристы-международники. Мы с упоением занимались с раннего утра до позднего вечера. Курсы за пять месяцев глубокого погружения, позволили хорошо обобщить текущие экономические и правовые знания, понять смысл маркетинга и проникнуться значением сферы «финансов», понять, что финансы и есть высшая математика бизнеса. Отдельная благодарность преподавателям, настоящим увлеченным подвижникам. Учеба закончилась в мае 1989 года, к этому времени я точно знал, что строительство и высотные работы для меня — пройденный этап.

В то время уже вовсю шли разговоры о ликвидации государственной монополии на внешнюю торговлю. Говорят в декабре 88-го в Государственной внешнеэкономической комиссии висел плакат — надгробная плита с надписью «Госмонополия на внешнеэкономическую деятельность».

Позже я получил еще одно образование, уже экономическое, в 1990 году окончил институт повышения квалификации при Ленинградском Финансово-экономическом институте. А в 92 или 93-м уже спонсировал первый в России учебник по ценным бумагам профессора Виктора Семеновича Торкановского, моего двойного тезки и коллеги по Наблюдательному Совету СПФБ. Учебник был, конечно, слабенький, но первый.

Осенью 1991 года я пошел на первые курсы по подготовке к сдаче экзаменов на аттестат Министерства финансов по рынку ценных бумаг. Пусть простят меня сегодняшние соискатели аттестатов, сейчас это уже рядовое событие, в начале 90-х все было иначе. Тогда же я впервые познакомился с Беллой Златкис, Сашей Потемкиным и Игорем Костиковым — Белла Ильинична принимала экзамены, Потемкин читал лекции, а Игорь, используя свои связи в Минфине, делал бизнес на подготовке соискателей аттестатов к экзаменам. В апреле следующего года в составе первой группы выпускников из 200 человек я получил аттестат первой категории.



Костиков, кстати, никогда не был «питерским» по духу. И среди первых «ценнобумажников» такой фамилии не было. Он был хороший администратор и неплохой коммерсант. И до сегодняшнего дня, я глубоко убежден, он не до конца понимает нюансы в сфере ценных бумаг и финансовых инструментов. В общем виде — да, но не более.

Это было не единственное место взаимодействия первых одержимых. К моменту появления курсов уже существовала, как я уже упоминал, «тусовка РИНАКО», где мы предпринимали первые попытки обсудить возможности развития рынка ценных бумаг и всего финансового рынка в России, как единого целого.

В декабре 1992 года я один из первых в стране получил и персональную лицензию Госкомимущества на право управления чековыми инвестиционными фондами (с однозначным номером). У чиновников еще не было своего счета, и я принес Дмитрию Васильеву расписку от РИНАКО с обязательством расплатиться за меня, когда у ГКИ появится счет.

### **Акционерный кошмар Ходорковского**

Наконец появились акции, выпустила их группа МЕНАТЕП. Это было первое и самое неожиданное на моей памяти размещение. Мои преподаватели на курсах убедили меня, что финансы, сфера очень чувствительная к репутации, любая ошибка — клеймо на всю жизнь. «Комсомольцы» из МЕНАТЕПа этого, видимо, не знали. Бумаги, выпущенные номиналом в 1000 руб., банк сам продал по 150, потом сам же выкупил — уже за 200, вновь продал за 250, и купил за 300, таким образом, поднял цену до 800 рублей! Вот пример, как легко было в то время акции стоимостью цены бумаги, на которой она напечатана, довести до уровня значимой цены — 800 руб. Первый выпуск стал первым образцом манипулирования. Далее появились предьявительские бумаги «НИПЕК», они запомнились тем, что на торги их таскали чемоданами. Правда, выпущены они были уже на хорошей бумаге.

Мы тогда рассуждали: «Какая глупость печатать — бумагу, чтобы потом в расчетах возить их сумками». Это повышает издержки и сдерживает расчеты и оборот. Чувствовали, что не нужно повторять путь развития Запада и все ценные бумаги нужно дематериализовать законодательно. Так появились бездокументарные акции РИНАКО и ее проектов, в частности телекомпании ВКТ (которая собиралась даже приватизировать весь телецентр «Останкино»). На самом деле это была еще просто игра в рынок.

Честно говоря, основной рывок развитию рынка ценных бумаг у нас дали ваучеры — «чеки». Если бы не они, неизвестно, чего бы мы сейчас достигли. Вначале ваучер задумывался как именная бумага. Именные ценные бумаги сразу бы потребовали решения большого ряда вопросов — например, регистрации и перерегистрации права собственности на них для населения. Поэтому ваучеры на предьявителя выпустили с целью минимизации затрат на организацию обращения,

хотя и объявлялось, что единственная цель ваучеров — вложение. Но на рынке ваучер («чек») стал первым после денег предъявительским инструментом.

Первые депозитарии, как массовое явление, также обязаны своим появлением ваучерам. Слово «депозитарий» впервые официально появилось в Указе Президента Российской Федерации от 7 октября 1992 года № 1186 «О мерах по организации рынка ценных бумаг в процессе приватизации государственных и муниципальных предприятий». РИНАКО к тому моменту уже фактически собрал работающий макет первого отечественного депозитария. Он был, по существу, экспериментальной моделью расчетов безналичными акциями с вынесенным терминалом. Депозитарий морского порта «Восточный» находился в Находке, а в Москве на Мясницкой в течение 15 минут происходила перерегистрация его акций. Но была и попытка построить на манер Немецкого кассового союза — Московский кассовый союз, Расчетно-депозитарный центр при СПВБ и что-то подобное в Екатеринбурге, куда «прихватизаторы» и «торгаши-спекулянты» должны были депонировать чеки, открывать безналичные счета и рассчитываться уже безналичными «чеками». К счастью, эта идея умерла, так и не родившись.

Возможно, эта неудача и подвигнула Васильева и Чубайса на истинно революционный шаг: спрямить эволюционный завиток в развитии — совсем отказаться от наличных физических ценных бумаг. Немецкий кассовый союз до сих пор осуществляет никому не нужное физическое хранение ценных бумаг в подвалах под толстым слоем пыли (дабы каждый честный бюргер имел возможность взять свою ценную бумагу в руки), а в России с этого момента депозитарий — компьютер.

Людей, игравших тогда большую роль, я встречаю и сейчас. Дима Васильев — теперь мы дружим, да и раньше не ругались — но спорили до хрипоты. Александр Степанович Колесников, тогда заместитель начальника Госкомимущество, сейчас у Чубайса занимается акционерами, член Правления РАО «ЕЭС России», бывший первый заместитель председателя Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг РФ Игорь Иванович Бажан работает у меня — заместителем руководителя Аппарата Комитета по собственности Госдумы РФ. Валя Завадников в Совете Федерации возглавляет Комитет. Рубен Варданян — олигарх. Ребята из РИНАКО тоже не потерялись.

Таким образом, РИНАКО был первым безналичным самостоятельным депозитарием. Остальные депозитарии создавались, как правило, при каждом чековом фонде. А их было множество — в 1996 году оказалось зарегистрировано 760 штук. И при каждом втором существовал собственный депозитарий. В связи с тем, что денег в то время у фондов была тьма, то каждый делал свой стандарт депозитария. Потом «вспомнили», что депозитарии должны технологически общаться в расчетах. Не случайно когда создали ПАРТАД, первую саморегулируемую организацию депозитариев и регистраторов, то важнейшей задачей стала разработка

единых стандартов расчетов. Кстати, это был по существу первый акт саморегулирования. Не власть дала стандарт нормативным актом, а организовавшееся профессиональное сообщество.

Текущих для того времени моделей депозитариев, как я уже говорил, существовало несколько: во-первых, РИНАКО, как система для страны она не заработала, вторая — предельно децентрализованная, при фондах приватизации, была стандартизована впоследствии и третья модель — региональные узлы по расчетам чеками — Расчетно-депозитарный центр в Питере, в Екатеринбурге и Москве, умерла. Причем самая перспективная для целей развития расчетных технологий, на мой взгляд, была модель депозитария РИНАКО.

В 1994 году в Питере мы сделали попытку привести депозитарный бизнес уже в некую единую систему. Пытались теоретически отделить биржевые-расчетные депозитарии от клиентских — кастодианов и депозитариев хранения — регистраторов...

### Постижение тайн «российской души»

Годом раньше мне захотелось понять, на что рассчитывают люди, несущие последние 1000 рублей к жуликам в «пирамиды». Я понимал, что во всем мире люди откладывают деньги в ценные бумаги: на случай потери работоспособности, работы, на пенсию, на обучение детей или на дорогую покупку. То есть в основном накапливают их и сберегают от инфляции.

Важно было понять, что движет нашими «вкладчиками». Я опубликовал объявление в газете: «Даю **бесплатные консультации по ...**». Ко мне побежал народ. Беседуя с клиентами, я почувствовал главную российскую «тайну»: наши люди вкладывают деньги, не для того чтобы **сохранить** средства от инфляции, а чтобы **заработать** сумасшедшие легкие деньги!

Тогда возник второй вопрос — а смогу ли я любому, даже необразованному человеку объяснить основы безопасного инвестирования. Сделать прививку от жулья. Я открыл бесплатную Школу начинающего инвестора, которую прошли около 300 человек. Оказалось не сложно «на пальцах» объяснить, например, что, когда тебе обещают 600% доходности, значит, и себе имеют намерение оставить, как минимум столько же. И так, 1200%, плюс налоги (если легальный бизнес) итого **более полутора тысяч процентов** текущей доходности!!! Назовите мне вид легальной деятельности с подобной регулярной доходностью... И тогда человек начинает понимать: играть в лотереи можно, но нужно сознавать, что это лотерея. И в лотерею играть на всё, на последнее, закладывая свое жилье — это БОЛЕЗНЬ. Или, по крайней мере, помутнение разума.

Однажды руководитель чекового инвестиционного фонда доктор экономических наук (!!!), вложил все чеки своего, кстати сказать, социального чекового фонда, т. е. средства тысяч пенсионеров и инвалидов, в МММ. И прогорел! Он рыдал и требовал, чтобы государство вернуло Фонду вло-



женные чеки. Вот уровень тогдашних «экономистов-финансистов»! Чего было ждать от простых граждан, не имевших рыночного иммунитета от глупцов и подлецов. Я выслушал его тирады, и сказал, что лучше было бы ему как доктору экономических наук застрелиться. Конечно, государство морально ответственно за произошедшее — необходимо было вести разъяснительную работу. Но ведь разумные доводы в то время не принимались — ажиотаж охватил все категории людей. В «пирамиды» вкладывали не только последние сбережения, люди брали деньги в долг, закладывая машины и квартиры. Сколько это родило трагедий, известно только Богу.

Хотя, как может государство вести разъяснительную работу, когда чиновники до сих пор не понимают важности управления и стимулирования сберегательной активности населения в интересах экономики государства. По-прежнему в России норма сбережений очень высока, а накоплений, инвестиций не хватает. В Англии вложения в институциональных инвесторов стимулируются посредством исключения из налогообложения 7000 фунтов из доходов физического лица, а в России государству все равно — отнесет ли гражданин свои кровные на рынок потребительских продуктов, недвижимости (увеличивая их цену и инфляцию) или отложит на будущее, формируя тем самым капитал развития национальной экономики. Весь современный мир системно стимулирует коллективные институциональные инвестиции. Весь — кроме России!

Сегодня борются с инфляцией посредством изъятия денег из оборота, формируя Стабфонд, увеличивая резервные требования банкам. Одновременно, задыхаясь без капитала развития — «длинных денег». Впору отдельным чиновникам почитать лекции об основах и принципах системного инвестирования.

Чего удивляться тому, что бешено растет стоимость жилья в крупных городах, что до трети квартир в Москве приобретается не для цели проживания и вовсе не для цели сдачи в аренду (их даже не ремонтируют).

### **Мысли о роли хромых верблюдов в прогрессе человечества и развитии депозитарного дела**

Опробовав модель депозитария РИНАКО, я стал пытаться ее внедрить на биржах в Санкт-Петербурге, в совет директоров которых входили Санкт-Петербургской фондовой и товарно-фондовой «Санкт-Петербург» биржи (ранее «Ленинград»). В то время мы активно изучали труды депозитарных «классиков» — «Группы тридцати» и уже знали, каким качеством должна соответствовать национальная депозитарная система, для того чтобы соответствовать мировой. Была поставлена задача — внедрить систему торговли бездокументарными ценными бумагами в режиме реального времени, то есть обеспечить поставку против платежа. Все получалось оптимистично: мы по многим параметрам должны были пе-

регнуть западных коллег. Их требованием к скорости расчетов было «Т+3», то есть «не более трех дней», при стремлении к «Т+0», то есть расчеты «день в день». При действующей у нас безбумажной технологии можно было добиться расчета «в реальном времени»!!! То есть даже без клиринга. Если, конечно, деньги и бумаги предварительно задепонированы. Разумеется, это узкий круг сделок. Но применяя сверхкороткое кредитование трейдеров бумагами и деньгами расчетным депозитарием, можно было бы значительно расширить круг таких сделок. Получив в распоряжение модель идеальной, сверх надежной торговой операции, в которой расчеты производятся в следующее за состоявшейся биржевой сделкой мгновение. Просто деньги и бумаги одновременно меняют своих владельцев, а операция покупки-продажи практически превращается в операцию мены одного финансового инструмента (деньги) на другой финансовый инструмент (бумаги).

Придавало оптимизма и то, что «Группа 30» свой доклад делала во многом с целью избавиться от гор бумаг в депозитариях и перевести их на безбумажную технологию. Что для нас было уже не актуально. Они догоняли нас!

На Востоке есть пословица: «Если караван поворачивается, то во главе его становится хромой верблюд, который плелся последним!» Мы практически пропустили большую часть истории денежного рынка и воспользовались чужим опытом для того, чтобы не повторять ошибок предшественников. И сейчас у нас не было тяжелого груза прошлого и была возможность начать с чистого листа.

В 1995 году мы получили от Франкфуртской биржи транш в 1 млн дойче марок на Санкт-Петербургскую фондовую биржу, для того чтобы опробовать модель депозитария встроенного в расчетную систему, на муниципальных бумагах.

Было приятно, ведь они поняли, что мы в России создали пилотный проект построения принципиально нового взаимодействия торговой и расчетной системы, результатами которого могут пользоваться и сами.

Много было теоретических споров. Я отстаивал идею общности природы безналичных денег и бездокументарных ценных бумаг. Если это признать, становится ненужной специфическая система депозитарных расчетов, поручений, счетов депозитарного учета. Тогда Центральный депозитарий становится центральным расчетным узлом, аналогом РКЦ, а не «гарантом прав собственности» владельцам, как сейчас предлагается чиновниками от финансов.

В Питере, где действовали три биржи и три расчетных узла, наша опробованная система состояла из двух уровней. Первый уровень — операционный депозитарий при каждой торговой системе (как подразделение биржи). Они раз в сутки, по результатам биржевой сессии, взаимодействуют с РДЦ (Расчетно-депозитарным центром) как с межбиржевым расчетным узлом. Фактически переход прав собственности фиксировали операционные депозитарии при бирже, а формально раз в день в РДЦ.

В моей теоретической классификации, депозитарии делились на операционные (биржевые), депозитарии хранения (это практически регистраторы) и между ними клиентские депозитарии — кастодианы. В чем смысл этого: во всем мире примерно половина акций не движутся — это контрольные пакеты. Они жмутся поближе к эмитенту и, значит, будут находиться в депозитарии хранения. Вторая половина — миноритарные пакеты, будут «жаться» к торговой системе и операционным депозитариям.

Если бы эмитенты не стали создавать аффилированных с ними регистраторов, возможно, система бы заработала. В 1996 году Постановление №20 вызвало много эмоций и в итоге было отменено!

Середина 90-х была периодом поголовного увлечения новыми возможностями принципиально новой учетной системой для безналичных ценных бумаг, мы ходили и бредили депозитариями. Жалко, не во всем мы смогли уговорить регулятора.

### **Инвестиционный банкрот**

Философия утверждает: все, что ни делается, — к лучшему. И богатство, и банкротство, и любовь, и разочарование. Этим я себя и успокаиваю.

В сентябре 1990 году на базе нашего кооператива было создано малое предприятие (в августе 1990 года вышел закон о малых предприятиях). Одно из его подразделений, Агентство «Алтус БрокИнвестСервис», вскоре начало работать на фондовом рынке. В 1993-м подразделение выделилось в самостоятельную инвестиционную компанию ALTUS Broking Investment Service Agency, которая стала активным участником фондового рынка. Входила в пятерку крупнейших компаний Питера. Мы были официальными дилерами Питерского муниципального займа. Все было прекрасно, пока не решился «утяжелить» свой инвестиционный портфель — инвестировать средства в проекты.

Все вроде сулило успех: выбрали 5 интересных и потенциально прибыльных инвестиционных проектов: строительство торгового комплекса в пригороде Питера, строительство таможенного перегрузочного терминала на въезде в Санкт-Петербург, производство малогабаритных котельных, большой проект в сфере реконструкции комплекса производственных зданий в торгово-административно-развлекательно-спортивном комплексе, с гаражом, гостиницей на 600 машино-мест и очень перспективный проект в сфере НИОКР. Мы были уверены, что за малогабаритными котельными будущее. Продавая тепловую энергию даже по старым расценкам, проект окупали в 3 года. Но, тем не менее, я погорел. Нас просто не пустили на рынок. Руководитель городской топливно-энергетической комиссии прямо заявил, что если я поставлю свои тепловые модули, как внутриквартальные или внутризаводские, что он будет делать со своими тепловыми магистралями, которые обязан содержать, а денег на глубокую реконструкцию, чтобы конкурировать со мной, у него нет. Они выступили категорически против наших новшеств.

С другими проектами была примерно такая же история. Словом, я на них едва ли не разорился. 1996 год чуть не стал для меня критическим. У компании резко упал объем операций на фондовом рынке. Наступил кризис ликвидности.

А еще в 1995 году (последний год активной работы на фондовой бирже) оборот «Алтуса» составлял 375 млрд рублей, неплохой оборот среднего банка! Основной клиентурой были крупнейшие предприятия Казахстана, Сибири и Урала.

Одно приятно, что подобные проекты все-таки реализуются сегодня по всей стране. Торговые комплексы, реконструкция заводов, контейнерные терминалы, да и в науку вкладывают активно. Наверное, в те годы для таких проектов не настало время. А может быть, прочности лба не хватило, чтобы пробить все барьеры.

В 1997 году мы стали немного восстанавливаться, в этом году произошел новый взлет фондового рынка. Но вскоре грянул кризис, и стало ясно, что восстановиться мы не успеем. Вот такие качели! Из ГКО я вышел в июне-июле 1998 года. Сигналом мне послужила реакция нового премьера Сергея Кириенко. Когда в апреле 1998-го он стал председателем правительства и начал знакомиться с материалами, то в нескольких выступлениях высказал удивление соотношением размеров реального обслуживания ГКО и самим объемом ГКО. Его предшественники, похоже, не знали, что привлекаемые деньги обычно вкладывают в развитие, а не расходы. Что нельзя занимать больше, чем способен отдать и обслужить. Что любой заем может в «умелых» руках превратиться в «финансовую пирамиду».

Для бдительных людей стало многое понятно. Еще какое-то время казалось, что Россия, изображая из себя надежного заемщика, не позволит себе не оплатить обещанные 160% годовых и политически не пойдет на девальвацию. Но одновременно здравый смысл подсказывал, что этот кошмар не может длиться бесконечно. Как Вы помните, все закончилось в августе...

### **Направо пойдешь...**

Я считаю, что сейчас фондовый рынок России находится в той стадии, когда есть шанс сделать еще один очень сильный рывок вперед в развитии. Какие у нас есть проблемы?

Когда в начале 90-х годов в России появились первые инструменты финансовых рынков, новые финансовые услуги, то каждому ведомству было поручено не просто регулировать свой сегмент, а строить регулирование с основания. Центробанк создавал банковскую систему, Минтруда — Пенсионную, ФКЦБ строил фондовый рынок, Госстрой — ипотеку, Минпромнауки — лизинг, Минфин — страхование и т. д. Все это делалось без взаимного согласования. В результате мы получили отдельные сегменты, которые работают как самостоятельные обособленные рынки. Воюя на границах. А финансовый рынок обычно функцио-

нирует как единое целое, где отдельные сегменты суть сообщающиеся сосуды. В современной же России части между собой не согласуются! Страховой рынок элементарно не может общаться с пенсионным, хотя по существу имеет очень много общего. А инструменты фондового рынка (внешнее управление резервами, понятие инвестиционной декларации и т. п.) им не ведомы обоим. Почему банки, работая на фондовом рынке, кредитуют своих клиентов, а фондовикам это фактически запрещено, и приходится изворачиваться? Просто потому, что они говорили и говорят на разных языках, которые им навязали регуляторы своим узковедомственным подходом. Почему страховые компании, пенсионные и инвестиционные фонды по-разному размещают свои активы (резервы)? Разве столь велика разница между ними, чтобы для одних в целях защиты инвестора применять внешнее управление, а для других позволять делать это самостоятельно, да еще устанавливать ПЕРСОНАЛЬНЫЕ требования и правила размещения, как делал это Минтруда для пенсионных фондов? Почему у банков есть свой план счетов бухучета, а остальных финансовых организаций такой же, как у производственных компаний? Банки, выпускающие ценные бумаги, должны выпускать их по правилам ФКЦБ или по правилам Центробанка? Если стоять на позиции абстрактной, чистой логики, то очевидно: если это бумаги для неограниченного обращения, то они должны подчиняться единым правилам, значит, ФКЦБ. Ведь за публичное размещение отвечает у нас Комиссия. Но появляется сложная конструкция, когда ФКЦБ делегирует ЦБ права на лицензирование и появляется двойственность регулирования. Для одного потребителя выпускается два разных типа бумаг, а с государственными и муниципальными три или четыре. Вопросов намного больше. Самое печальное, что их не слышат. Не слышат и ответы.

В результате бездумного неcodифицированного регулирования РАЗНЫХ СЕГМЕНТОВ ОДНОГО РЫНКА мы имеем бóльшие, чем могли бы иметь транзакционные издержки. Вот почему мы вышли с предложением создания специального регулятора для целей постепенной кодификации, универсализации регулирования финансовых рынков. Сначала МЕТАрегулятора (координатора между существующими органами власти по финансовым рынкам), а потом и МЕГАрегулятора (замещающего функции сегодняшних регуляторов). Хотели как лучше, в результате получилось как всегда, ФСФР — неизвестное мировой науке и практикам государственное учреждение, в иерархии властей, находящееся где-то под Минфином.

Кстати, еще одна причина необходимости тесной координации действий между финансовыми властями. Центробанк любой страны отвечает за денежное и валютное регулирование. То есть за управление факторами спроса и предложение национальной валюты. Но если орган по регулированию фондового рынка регистрирует выпуск ценных бумаг, скажем, на миллиард евро, разве не влияет эта операция на спрос и предложение



национальной валюты? Только по этой причине орган по регулированию фондового рынка разве не должен стать «денежной властью» наряду с Центробанком? А в России?

Поэтому весь мир и пошел по пути универсализации регулирования и объединения функций различных регуляторов. В России же обсуждать эту тему чиновники боятся.

Еще одна проблема — налогообложение. В 2000 году, уже придя в Думу, я собрал в Питере представителей институциональных инвесторов и фондового рынка, и мы обсуждали в присутствии замминистра финансов Сергея Дмитриевича Шаталова проблему особенностей налогообложения субъектов и инструментов финансового рынка, отличных от налогообложения торговых или производственных предприятий. Например, проблема НДС. Практически во всем мире НДС финансовым институтам возмещается. Потому что в структуре доходов финансовых организаций НДС практически нет, т. к. нигде оборот финансовых инструментов и доходов по ним НДС не облагается (только в России в начале 90-х обсуждался вопрос применения НДС к операциям с ценными бумагами), а в структуре расходов есть. Очевидно, образуется «отрицательная» разница между полученным и уплаченным НДС. Итак, весь мир, не задумываясь, эту разницу возмещает, а в России он включается в издержки. Надо согласиться, что это не одно и то же.

Или широко известный в профессиональных кругах принцип «нейтрального налогообложения» для институциональных инвесторов (коллективных инвестиций). Поскольку все коллективные инвесторы испытывают на себе в целях защиты инвесторов по отношению к обычным производственным компаниям и даже к обычным финансовым институтам дополнительный регулятивный интерес со стороны государства, то есть их издержки выше, чем обычных ОАО. Государство обычно уменьшает налогообложение таких институтов, чтобы таким образом выровнять эффективность для их инвесторов. Например, для выравнивания условий эффективности инвестиций в рынок ценных бумаг, произведенных самостоятельно, через брокера и через коллективного инвестора. Очевидно, эффективность во втором случае из-за более высоких издержек будет ниже. Все приличные страны стараются эту разницу ликвидировать посредством компенсационного снижения налогообложения коллективных инвесторов.

В результате в США совокупный капитал только открытых фондов (без страховых, пенсионных, закрытых инвестиционных, индивидуальных-семейных, скандальных хедж-фондов и т. п.) еще в 1999 году был в четыре раза больше совокупного капитала банков. И это разница продолжает увеличиваться. Фактически произошло институциональное разделение капитала на оборотный — в банках и инвестиционный (капитал развития, «длинные деньги») — в фондах. И разница в пользу фондов означает, что созданы специальные преференции для трансформации временно свободных средств в капитал национального развития. В России же

по-прежнему некоторые академические экономисты твердят, что «банки должны кредитовать развитие экономики», отказываясь признать, что инвестиционная деятельность конфликтует с деятельностью по организации расчетов. Во всяком случае, это принципиально разные группы рисков, и поэтому в некоторых странах прямо запрещено «складывать» эти риски в одном институте, а в некоторых инвестиционная деятельность банков сдерживается разными инструментами, например, повышенными требованиями по резервированию против этих рисков. А в некоторых странах, например в Германии, фонды (точнее, «управляющие компании, имеющие право создавать фонды») регулируются «зонтиком» банковского законодательства, что еще больше вводит в заблуждение российских академиков и чиновников относительно прав банков совершать консолидированные (коллективные) инвестиции.

В итоге в России при избытке ликвидности присутствует огромная потребность в инвестиционных ресурсах («длинных деньгах»), а закрывать эту потребность планируют посредством государственных банков развития, венчурных компаний и прочих суррогатных институтов инвестиционного рынка. Надеюсь, в низкой эффективности таких инвестиций аналитики не будут обвинять объективные обстоятельства рынка.

Плескачевский: Фондовый рынок, рынок капитала, инвестиционные процессы — это полноценная часть экономики России. Жаль, что многие еще не научились рассматривать фондовый рынок как неперемнную составляющую экономического развития всей страны и бережно использовать этот механизм. Фондовый рынок — это романтика... Я бы выделил две ключевые проблемы фондового рынка.

Во-первых, у нас рынок сильно зарегулирован. Все-таки сегодня происходит лишь становление фондового рынка. Его общая капитализация составляет всего 50 млрд долларов, что сопоставимо с капитализацией лишь одной крупной западной компании. Возникает резонный вопрос: а что мы, собственно говоря, регулируем? Ведь если мы этот «зародыш» сильно зарегулируем, то можем вообще получить «урода»! Зарегулированность проявляется, скажем, в лицензировании. Все сотрудники, к примеру, инвестиционной компании, и дилеры, и брокеры, должны иметь специальные аттестаты. В ходе обсуждения закона о лицензировании подавляющая часть депутатов Думы поняла, что лицензирование не является гарантией со стороны государства, это только мера, форма дополнительного контроля. В этом мне удалось убедить Минфин и Минэкономразвития, труднее доказывать их ФКЦБ.

Валерий Волков // Известия (Москва). — 01.06.2001

Нам надо немедленно начать строить программу совершенствования всего финансового законодательства. Еще несколько лет, и будет поздно. Несовершенства имеют обыкновение плодить себе подобных. Множить-

ся в различных нормативных документах. Закрепляться в практике, в безропотном сознании, в менталитете. Несколько лет назад было рано, рынок не созрел до понимания глубинной порочности самой модели директивного регулирования по воле чиновника, в меру его просвещенности. Кто знает, зачем паевым закрытым фондам, имущество, которых состоит только из объектов недвижимости, спецдепозитарии? А зачем им управляющие компании с лицензией по рынку ценных бумаг, речь ведь идет только об управлении эксплуатацией, сдачей в аренду помещений? А может, лучше бы подошли к этому типу управления коммандитные фонды Германии, находящиеся в управлении операторов этими объектами. Кстати, 98% торгового флота Германии находятся во владении таких фондов. Германия, решив не отдавать свой торговый флот в офшоры, создала специальный налоговый режим и национальный институциональный офшор.

Сегодня крайне важна кодификация инструментов и институтов регулирования финансовых рынков. Пока же один и тот же институт на разных рынках по-разному называется и даже имеет разное значение. Поэтому важна идея синхронизированного регулирования. Возможно, и мегарегулятора, который должен за 10–15 лет гармонизировать основные проблемы и преодолеть противоречия.

Мы изучили несколько моделей мегарегуляторов, мегарегуляторов, меганадзоров и смешанных вариантов. В странах с небольшими собственными рынками, например, в Норвегии, используется консолидированный по всему финансовому рынку меганадзор. В США уже много лет обсуждают идею «суперрегулятора», но пока у них действует мегарегулятор — Рабочая группа по финансовому рынку при Президенте, орган, координирующий регулирование Казначейства, ФРС и двух комиссий (CFTS и SEK). Самый совершенный (и самый спорный) Финансовый мегарегулятор в Англии — FSA (Financial Supervisor Authority) имеет функции не только банковского надзора, контроля за страховым и пенсионным рынком, но и вообще функцию установления правил, обязательных для всего финансового рынка. При внимательном изучении оказывается, что он не госрегулятор. Это скорее «мегасаморегулятор». Сотрудники не являются чиновниками, орган создается, финансируется и управляется рынком. Полномочия государства в лице Минфина в отношении него описаны в Акте об FSA тремя пунктами. Первый: Минфин назначает членов Совета Директоров из кандидатур, предложенных рынком. Второй: Минфин имеет право вмешаться при систематическом нарушении FSA прав инвесторов. Третье: Минфин вмешивается при нарушении FSA международных договоров или в процессе гармонизации финансовых правил, производимых в рамках Европейского Союза. Во всех остальных случаях регулятор действуют самостоятельно, по своему усмотрению.

Копирование, конечно, вредно, но при сегодняшней разобщенности и узковедомственности отдельных сегментов финансового рынка России, американский вариант мегарегулятора нам бы не помешал. Кста-

ти, сам факт существования Рабочей группы в США побуждает отдельных регуляторов согласовывать в рабочем порядке возникающие пограничные проблемы.

### **Костиков против ПАРТАДа**

Очень трудно решаются вопросы взаимоотношения госрегулятора и саморегулятора. Это одна из тем наших давних споров с Димой Васильевым. В то время соискателей на функцию саморегулирования по фондовому рынку в России существовало около десятка, в частности, у нас в Питере было 3 ассоциации, которые могли бы претендовать на то, чтобы тоже стать саморегулируемыми организациями. Мы уже тогда пытались отстаивать принцип множественности СРО, чтобы не возникало монополизма. Дима Васильев поступил по-своему, он фактически назначил НАУФОР (Иван Лазарко) и ПАРТАД (Петр Лансков) единственными СРО на рынке. И они, конечно, быстро «забронзовели». Не стали защищать участников рынка — в одном случае, в другом. Тратили они время на защиту интересов участников рынка только в тех случаях, когда кто-нибудь им давал ощутимый пинок. Монополия НАУФОРа была разрушена уже Костиковым, который возглавив ФКЦБ, первым делом ликвидировал обязательность членства в НАУФОРе. Тут мы его поддерживали. Всех коробило, когда какая-нибудь девчонка-третьекурсница юрфака МГУ, сотрудница этой организации, получала зарплату 2,5 тыс. долл. и хамила членам ассоциации, ее кормившим. НАУФОР всегда жил неплохо, при этом не рискуя и ни за что не отвечая.

Дискуссия о пределах, границах и принципах госрегулирования и саморегулирования продолжают вестись жестко. Особенно пять лет назад. Потому что Костиков следом за ликвидацией монополии НАУФОРа и ПАРТАДа, начал их агрессивное «поглощение», постановку под свой контроль.

В начале 2000-х годов ПАРТАД переживал тяжелую ситуацию, а речь стояла о самом институте — будет ли он полностью подчинен ФКЦБ или останется хоть в какой-то степени самостоятельным. Я вынужден был принять участие в этом процессе, потому что ценой вопроса было фиктивное или показное саморегулирование на фондовом рынке. Кроме того, Костиков нарушил свое обещание. Мы с ним договорились, что на выборах президента этой ассоциации будет подобрана устраивающая обе стороны (рынок и регулятора) кандидатура. При этом Лансков смещается, а Костиков свою креатуру не выдвигает. И вот идут выборы, согласовывается кандидатура Екатерины Кубасовой, предложенная, кстати, Игорем Владимировичем. Все движется по плану. Вдруг Костиков выступает против ее кандидатуры и начинает настаивать на своей. И вот тогда, чтобы уравновесить давление руководителя ФКЦБ, было решено, что в ПАРТАД приду я. Костиков был в бешенстве. Пошли жалобы в Думу, в Администрацию Президента, и поскольку все отказались вмешиваться примитивно, Игорь Владимирович принял решение по на-

думанным причинам (на основании требования роспуска органов управления ПАРТАДа) об отзыве лицензии ПАРТАДа на саморегулирование. Тогда еще существовала лицензия на саморегулирование — логическая бредятина. Главная проблема была в следующем: поддержит ли рынок, члены ПАРТАДа наше осеннее обострение. Когда эта проблема была решена, остальное стало делом переговорной техники. В итоге лицензия ПАРТАДу на саморегулирование была возвращена. Самым приятным было признание рынка, что им лицензия на право объединения по профессиональным признакам не нужна.

Совет директоров профессиональной ассоциации регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев (ПАРТАД) избрал новым председателем депутата Госдумы петербуржца Виктора Плескачевского.

Экс-президент ПАРТАД Петр Лансков, который должен сформировать исполнительный орган ассоциации, сообщил «ДП», что прежний председатель совета директоров освободил место Плескачевскому по причине необходимости эффективного взаимодействия с ФКЦБ. Он считает, что отношение комиссии к ассоциации как к подручному инструменту должно остаться в прошлом.

Андрей Ситников // Деловой Петербург (Санкт-Петербург). — 21.11.2000

ПАРТАД остался работать, но проблемы рынка сами по себе не рассосались.

### **Захваты как повод для изучения корпоративного права**

После этапа первичного приобретения капитала в России наступил второй этап — всевозможные формы его перераспределения, в том числе и незаконные. И банкротство было использовано как одна из форм захвата собственности.

У закона о банкротстве тяжёлая история. Первая редакция закона 1992 года практически запрещала банкротство, т. е. была «продолжниковской», редакция 1998 года сняла все запреты, и барьеры — делай что хочешь, и стала фактически «прокредиторской».

Всем сказано: «Обогащайтесь!» Что с того, что это противоречит духу права, репутации предпринимателя, если буквой закона это прямо не запрещено? Поэтому сначала для целей захвата активно использовали процедуру банкротства..

Надо понимать, что в классике демократического государства действует принцип права: разрешено все, что не запрещено закона. Но буквальное применение этой нормы в России создает неповторимые ситуации. Поэтому требование к детализации норм законодательства в России выше, чем, например, в Германии. В редакции 2002 года мы попытались найти баланс между этими интересами. Говорят, получилось.



Но вакханалия в корпоративных захватах фактически началась после того, как стало невозможно делать это через банкротство. Процесс использования корпоративного права для захватов идет давно, но теперь резко вырос по объему. Все, кто занимался этим через банкротство, перешли в сферу корпоративного права.

По данным статистики, в Москве и Московской области сейчас происходит порядка 300 захватов предприятий в год.

Я для себя как-то обнаружил, что подавляющее большинство директоров наших открытых акционерных обществ вообще не понимают, что такое корпоративное право, в какой взаимосвязи находятся его собственные интересы и интересы собственников в отношении к этому механизму и какая во всем этом таится опасность. В России существует всего лишь пятнадцатилетняя история корпоративных отношений. Но это ничтожно мало по сравнению с тем, сколько формировались, совершенствовались и развивались корпоративные отношения, допустим, в Англии или в Соединенных Штатах. Там этим отношениям сотни лет! Поэтому у нас пока не было реального времени выстроить цивилизованные корпоративные отношения, учитывающие все мелочи, в том числе особенности тончайшего механизма весьма сложной отрасли материального права. У нас пока не было возможности построить инструментарий, который, с одной стороны, был бы понятен, а с другой — адекватен текущей ситуации в России и признавался бы всем остальным миром. Кроме того, следует иметь в виду, что большая часть норм корпоративных отношений, это, строго говоря, вообще не право — это обычаи делового оборота.

### **С реестродержателем разберусь по законам революционного времени**

Тот, кто придумал положение о регистраторах, не думал о захватах, я твердо убежден в этом. Но с нашими предпринимателями, скажем без ложной скромности, мало кто может сравниться по интеллекту. И когда эти люди увидели такие возможности в законах... Ну, все равно, что они шли по улице и нашли 10 000 долларов. Отчего не взять? Оказалась слабой сама система, и незаконных поглощений у нас практически нет, любые формы поглощений в конечном итоге оказываются законны. И самое слабое место не в безналичности акций, а в реестрах. Его захват и есть захват предприятия. Куда придет рейдер? Конечно, к реестродержателю, к регистратору. Чаще всего оказывается, что он тесно связан с эмитентом, и там сложились разные неповторимые отношения, которые только ленивый или высокоморальный не использует.

Теперь, после сокращения в несколько раз количества регистраторов, появляются более-менее цивилизованные отношения. И единственный, кто хоть что-то в этом направлении делает, — ПАРТАД. Именно он ввел механизм страхования ответственности, попытки создания компенсационных фондов как механизм гарантирования исполнения обязательств, какую-то унификацию требований. Он наказывает исключением из сво-

их рядов. Но какой имеет смысл исключение из членства, если оно не является обязательным? Никакого! Поэтому добросовестные участники рынка стараются держаться ПАРТАДа, рассчитывая на то, что когда-нибудь правовая логика восторжествует и те, кто злоупотреблял, будут наказаны, а они останутся в чистом белом мундире. Но пока этого не произошло, поэтому регулирование отношений построено на добросовестности участников. И в результате, что бы там ни происходило на сегодняшний день, все равно риски регистратора остаются. Поэтому главная проблема в борьбе с захватами — это новые подходы к самому понятию реестра и реестродержателя. Следует определить окончательно, в чей собственности реестр, кто и как его ведет — в общем, все отношения фокусируются вокруг ведения реестра.

Иначе именно отсюда вырастали всякие экзотические конструкции. По постановлению ФКЦБ реестр описали как вещь. Но реестр — это хранимая информация. При передаче реестра я должен все по элементу передать, а если один элемент не передан, то и реестр не считается переданным. Я спрашиваю Костикова: «А кто в этом случае ведет реестр, если реестр не передан. У меня, как эмитента, с прежним регистратором прерван договор, с другим договор заключен, но он не получил реестр?» «Тот, у кого реестр!» — отвечает экс-Председатель ФКЦБ. Выходит тот, с кем у меня уже нет договора... Предельно аллогичная система. И это слабости права. Уникальна ситуация в том, что в России при захвате предприятий активно используются реестры. Нигде в мире такого не происходит, потому что там не введена тотально система безличных (бездокументарных) ценных бумаг. У них процесс дематеризации все еще не окончен, но идет он в устоявшемся правовом поле, где большинство экономических отношений отрегулированы.

Логические решения наших проблем есть. Есть даже согласованные с Министерством экономического развития конструкции. Нет денег, чтобы посадить экспертов за написание необходимых законодательных документов. В чем я уверен и что должно быть зафиксировано в документах, — это то, что реестр — это, конечно, свод информации, никаких признаков вещи у него нет. Реестр содержит два вида информации — с перечнем сделок о структуре капитала на конкретный момент времени. Собственник этой информации — эмитент. И владелец поручает вести реестр реестродержателю, как компания поручает аудиторю или оценщику действовать в его личном интересе.

Информацию из реестра эмитент должен (или может) скачивать через определенные промежутки времени. Поэтому, если у меня с партнером-реестродержателем возникает спор, то, по крайней мере, промежуточный реестр у меня есть. И неопределенность может возникнуть только за последний период. Я передаю последний свой реестр новому исполнителю и объявляю, что в течение определенного периода принимаю претензии по нему от тех, кто совершал сделки в последнее время. По крайней мере, здесь принцип наименьшего вреда действует!

Идея Игоря Костикова о создании центра хранения информации — это пустая фантазия, мягко говоря, не реализуемая. Предлагалось скачивать в единый центр всю информацию о совершенных сделках в реальном времени, в конце каждого операционного дня. Если реестродержатель находится на Камчатке, то туда надо протащить оптико-волоконную линию. Безумно дорогая штука. На чем содержании она будет находиться? Рынка? Тогда еще одна статья издержек ложится на участников рынка.

В присутствии ФКЦБ трижды собиралась экспертная группа и предложения Костикова разбивались в хлам. После чего ФКЦБ еще дважды пытались внести на обсуждение уже усовершенствованный проект, но так и не решилась. Олег Вьюгин пытался внести эту систему вновь, с другими названиями: то «Регистрационный центр», то «Единый регистратор», то «Центральный депозитарий». Названия разные, но по существу это все тот же центр хранения информации. Для чего? Мотив — гарантировать права собственности. Означает ли это, что у нас правоустанавливающая информация — та, из которой проистекают все эти права — находится не у регистратора, где все первичные документы (договора с подписями), а в центре? Олег Вьюгин говорит: «Да», а я уверен, что нет. Тогда получится всего лишь отражение информации. При любом конфликте ее нельзя использовать — она ничего не значит. Только эмитент отвечает за все, в том числе за регистратора! На заседании правительства, когда мы это обсуждали, Чубайс задал мне вопрос: «А почему эмитент должен отвечать за вашего регистратора, которого вы регулируете?» На что я ответил: «Я акционер РАО ЕЭС. У меня есть какие-то договорные отношения с регистратором? Нет! Я могу ему какие-то требования предъявить? Не могу, потому что договор у него с эмитентом. Хочется, предъявите ему требования непрерывного надзора, требования по материальной ответственности. Это ваши проблемы, но отвечать будете вы, вместе с ним! Мы сейчас говорим о моем публичном интересе акционера. Не только того лица, которое уже стало акционером, но и того, который им не стал, потому что не верит в вашу надежность». И Анатолий Борисович согласился.

При нынешней же системе ответственность несет регистратор, а не эмитент. Но ведь именно эмитент — то звено, которое создает первый, неоспоренный никем реестр. Ты мне его принес, он **актирован**. Если ты, как реестродержатель, произвел какие-то махинации, ты за них отвечаешь. А я беру первый реестр, отдаю его тому, кому нужно, а с реестродержателем разбираюсь по законам революционного времени. Я убежден, что даже введение только этой нормы в значительной степени сделает использование реестра в схеме захвата неэффективным. Зачем его использовать, если он будет легко оспариваться? Вот такие проблемы роста.

### **Что же дальше...**

Россия вошла в рынок как белый лист бумаги. Кто-то что-то первым написал, как-то мы с этим жили 15 лет. Создавали прорывные вещи, ошибались. Это не хорошо и не плохо. Но главное — у нас нет тяжелого груза прошлого по огромному перечню вопросов: мы сразу пришли к безналичным ценным бумагам, универсальной бирже.

Но и в мире многое изменилось. Биржи уже не торгуют нефтью, как думает обыватель, там не торгуют зерном и другими товарами. На них торгуют контрактами на зерно, нефть, золото и на все что угодно. Даже на услуги, например, на поставку электроэнергии. Таким образом, биржи во всем мире стремятся стать биржами финансовых инструментов. Сегодня соотношение физической торговли (например, нефти) с контрактной — 1 к 15. И эта разница продолжает увеличиваться. А это означает, что мы в России можем позволить себе не строить валютные биржи, которых нет нигде в мире, не строить биржи товарные, которые вымирают и превращаются в биржи финансового инструмента. Так нам лучше сразу строить биржу финансовых инструментов как универсальный технологический продукт, в котором сходятся спрос и предложение именно контрактов. Ведь на рынке торгуют не производители товаров и их потребители, а посредники, несущие риски за невыполнение контрактов, недобросовестность их партнеров по рынку.

Я считаю, что Россия сегодня находится в уникальной ситуации, которая будет длиться максимум 5 лет. Или она скопирует весь существующий за рубежом бред и, обеспечив огромным количеством нормативных актов, навсегда введет его в обычай делового оборота. (Тем самым мы приобретем то, от чего отказываются на Западе, то есть, худшее). Или же обобщив свой и чужой опыт, мы используем наработки 90-х, для того чтобы обеспечить принципиально новую стадию развития России.

У меня была задумана, но не реализована книжка, которую я назвал «Финансовая утопия». Я представил: что было бы, если бы мы применили массу финансовых инструментов с опережением. Взять хотя бы поставку против платежа в реальном времени. Ведь в мире ее никто не обеспечивает. У них поставка T+0 означает расчеты день в день, но с клирингом. А в нашей модели, мы могли бы построить поставку платежа в режиме он-лайн.

А пока надо снизить издержки на финансовом рынке! Каждый рубль — это капля воды на плоскости: куда наклонить, туда он и покатится. Почему Германия, как я уже говорил, может себе позволить не отпускать свой торговый флот на регистрацию в какую-нибудь Либерию, создавая свой национальный институциональный офшор? И делает большую часть торгового флота Германии комадитными (т. е. товарищество на вере) инвестиционными фондами. А в России нет комадитных фондов и создание их не ожидается. У нас вообще огромное количество норм Гражданского кодекса по финансам просто не работает!

Россия стоит на развилке. Следует разрабатывать разные финансовые механизмы. В этот процесс должны быть включены и государственные, и общественные институты, и, конечно, участники рынка. Сегодня уже есть сообщество людей, которые не только «бабки» стригут. Хотя не спору, капитал — это тоже важный интерес. Но у некоторых есть интерес и следующего порядка — интеллектуальный. И эта категория людей имеет склонность к обобщению. Но примета нашего времени — интеллектуальная не востребованность. Почему до 1998 года, до кризиса была активная интеллектуальная жизнь на фондовом рынке, а после замерла? Чиновники передавили!

У нас в Питере была Жанетта Александровна Кроль, очень уважаемый мной человек. У Алексея Леонидовича Кудрина, когда он был председателем Комитета экономики и финансов, она занималась ценными бумагами. Так вот, Жанетта Александровна не считала зазорным прийти и посоветоваться с нами, теми, кто своими руками все попробовал. Найдите сейчас чиновника, который с искренним желанием пойдет разговаривать с участниками рынка. Как мне кажется, это произошло потому, что силы и мощи института саморегулирования не хватило, чтобы воспротивиться чиновничьему беспределу. Чиновники положили на развитие финансовых рынков в России бетонную плиту. Вот создали мегарегулятор. «Ну, и что они сделали!!!», — возмущаюсь я, и получаю ответ, как бумеранг: «Ты же сам писал, что он нужен!» Нужен, но не этот уродец, действий которого не видно! Почитайте его документы — это же бред!

Вот с Игорем Костиковым мы воевали столько, сколько знакомы. «Первая война» была еще в Питере, когда я боролся с «монопошкой», из двух его компаний: одна работала на рынке ценных облигаций, а вторая — организатором займа в администрации города. «Вторая война», вернее, конечно, конфронтация — уже здесь, когда он возглавил ФКЦБ. Об этом я уже рассказывал. Но я признаю: он интересный, разумный человек! Поэтому у нас всегда существовал согласовательный механизм. Мы могли не встречаться долго, не здороваться, но его сотрудники приходили с его ведомо ко мне, и мы разбирались с ними, в какой части какого-либо вопроса мы союзники, а в какой будем воевать. Сегодня никаких механизмов согласования нет.

Возникает вопрос: кто мог бы взять на себя реформирование рынка? Государство? Едва ли. Профсообщество — скорее всего, но при условии, что там будет построено правильное и достаточно независимое саморегулирование. Тогда появится необходимый инструментарий и запрос на людей — генераторов этого процесса, типа Толи Левенчука, Костикова или меня. В чем разница между нашим поколением фондовиков и нынешним? Пр продемонструю на примере Рубена Варданяна (руководитель инвестиционной компании «Тройка-Диалог»). В наше время он был генератором идей и процессов, а в середине 90-х взлетел в большое руководство и потерял чутье, «забронзовел». Я же, столкнувшись



с серьезными проблемами, был вынужден продолжать держать нос по ветру и использовать каждый вновь появляющийся финансовый инструмент.

Важно, чтобы вирус неудовлетворенности достигнутым, заразил новое поколение участников финансового рынка, наверное, более профессиональных, чем мы, ветераны 90-х, осваивающие все премудрости рынка, создавая его. И чтобы молодой парень, посидевший пару лет в какой-нибудь западной компании, освоив ряд операций, не считал, что он все знает и понимает.

Если мои рассуждения, кого-то толкнут на раздумья, вызовут жгучее желание мне возразить — я буду считать, что не зря все это наговорил.

