

---

---

Олег Вячеславович

**Вьюгин**

## **Фондовый рынок создан в эти годы с нуля**

За два года интенсивных дискуссий мы прошли сложный путь к единому пониманию того, как следует в России создавать центральный депозитарий. Принятое решение оставляет свободу собственникам существующих инфраструктур распоряжаться ими, но одновременно создает серьезные стимулы для консолидации их деятельности. Когда наши предложения будут приняты участниками рынка, двигаться придется всем. Работа по созданию центрального депозитария неизбежно вызовет реформу всей инфраструктуры рынка ценных бумаг.

Долгое время государственная служба для меня не представляла большого интереса. С советских времен осталось четкое представление об ее 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. Федорова я пришел в Министерство финансов, став начальником департамента макроэкономической политики. Тогда мне еще практически не приходилось сталкиваться с рынком ценных бумаг. Я занимался вопросами макроэкономической политики и макроэкономическими прогнозами. Более-менее четко я стал представлять себе этот рынок, после того как в феврале 1996 года стал заместителем Министра финансов.

По неофициальной информации, Олег Вьюгин был назначен новым заместителем министра финансов по рекомендации министра. 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 (Москва). — 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 ее на себя только потому, что



**О. В. Вьюгин**

**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.

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 складывающегося рынка.

А. Чубайс: «На сегодня, таким образом, у нас в стране остается 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 маневром, 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 процентов доходности на ГКО, и есть стопроцентно надежный коридор. Это означает, что при доступе на рынок ГКО иностранцев они получают гарантированные 9 процентов в валюте в месяц. Они просто трясутся, ожидая этого момента».

Александр Привалов.

Анатолий Чубайс: в 1996 году мы обречены на экономический рост // Эксперт (Москва). — 11.12.1995

А 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 расчетам, оказался конец 1998 года. Я выступил перед комиссией с докладом, показывал графики и продемонстрировал проведенный нами анализ. Помнится, после моего доклада А. Б. Чу-

**2004–2007**

Руководитель  
Федеральной службы  
по финансовым рынкам.

**2007 — наст. время**

Председатель совета  
директоров «МДМ-Банка»

байс 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 т. п.) была приоритетной. Так что решение проблемы возможного дефолта отложили до лучших времен. Тем более что налоги тогда как следует не собирались, в экономике было засилье зачетов и бартера, так что рынок ГКО был вторым по значимости источником живых денег для бюджета. Соответственно, нужны были все 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.

Андрей Григорьев. Минфин припугнул страну долговым кризисом //  
Сегодня (Москва). — 19.12.1996

Впервые серьезно с текущими проблемами регулирования рынка ценных бумаг я столкнулся в период 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 инфраструктуры 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 на рынке ценных бумаг. В положении была установлена и отдельная система лицензирования для работы с государственными и негосударственными ценными бумагами.

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: «Все, 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 возбужденного Козлова, заявлявшего по какому-то поводу: «Все, 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.

Сергей Кашлев. Банки рвутся на фондовый рынок // Независимая газета (Москва). — 19.03.1997

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

Сергей Тягай. Финансисты просят помощи у президента // Коммерсантъ (Москва). — 15.03.1997

29 мая 1997 года давний спор между Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг и Центральным банком был разрешен. Дмитрий Васильев, зампред ЦБ Сергей Алексашенко 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 Министерство финансов. Хотя нельзя сказать, что до этого Минфин не участвовал в этой работе. Белла Ильинична Златкис много сил и опыта отдавала проблемам фондового рынка.

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 нем говорилось: «Согласиться с предложением правительства о создании национальной депозитарной системы, включающей в себя Центральный депозитарий». Однако в указе была некая двусмысленность: оказалось, что создается 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.

Как расчетный депозитарий для биржевых сделок указанный «Центральный депозитарий» в то время не провозглашался. Сегодня мы, безусловно, говорим уже о другом центральном депозитарии, который будет являться единым расчетным депозитарием для всех биржевых сделок. Его создание имеет целью обеспечить концентрацию ликвидности торгуемых ценных бумаг в одном расчетном депозитарии.

Идея создания центра хранения не решила бы инфраструктурных проблем и в атмосфере передела собственности выглядела как попытка государства наложить «лапу» на этот непростой процесс. К тому же, 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.

### **Рейдерство — норма жизни?!**

В 90-х годах перераспределение прав собственности шло через приватизацию либо путем 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 учетной системе прав собственности на ценные бумаги. Появились классические рейдеры, которым нужна информация о реальных собственниках, для того чтобы либо скупить акции, либо сразу провести альтернативное собрание, подготовив альтернативные реестры и т. д.

Проблема использования учетной системы с целью рейдерства не сосредоточена в одном каком-то месте. Во-первых, опыт показывает, что, как правило, в этот процесс втянуты коррумпированные судьи, принимающие неправомерные решения. Сейчас готовятся изменения в корпоративном праве, сокращающие возможности такой практики, в частности,

скоро должен быть принят закон, по которому рассмотрение корпоративных споров может проходить только на территории, где зарегистрировано акционерное общество. Делается попытка перевести все корпоративные споры в специализированные арбитражные суды, занимающиеся разбором корпоративных конфликтов. Думаю, тогда можно будет существенно уменьшить риски, связанные с рэйдерством.

Кроме вышесказанного существуют пробелы в самих нормативных документах, которые регламентируют действия регистраторов. Конечно, ситуация по сравнению с серединой 90-х годов сильно изменилась. Вместо нескольких сотен осталось только 78 компаний, ведущих реестры акционеров. Возникло ядро регистраторов, принявших стратегию ведения честного бизнеса. Но есть и регистраторы, которых мы знаем, участвовавшие в очевидных противоправных действиях. Их в свое время не схватили за руку. Во многом потому, что довольно сложно наказать регистратора, так как полномочия по приостановлению и лишению лицензий у нас весьма ограничены. Когда дело доходит до суда, он требует предъявления доказательств о неоднократных зафиксированных нарушениях, хотя бы и обнаруженное нарушение вопиющее.

Законом о центральном депозитарии будет обговорено, что выписка из центрального депозитария подтверждает право собственности на ценные бумаги. При этом в законе «О рынке ценных бумаг» прописывается процедура урегулирования расхождения данных по количеству ценных бумаг по счетам в депозитарии и у регистратора. Это существенно повысит уровень защиты прав собственности на торгуемые ценные бумаги.

Учитывая, что все революции вредны, изменения в этой сфере должны быть чрезвычайно продуманны. Для нас, как регулятора фондового рынка, самым важным является надежность системы учета прав собственности по бумагам, участвующим в торгах, ее соответствие международным стандартам. В этом смысле создание центрального депозитария, в том виде, в котором мы его видим, приведет к необходимому изменению учетной системы и увеличению доверия к ней.

Централизация учета 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, имеющим проспект, могут выступать только в роли кастодианов, которые получают право открывать счета номинального держания в Центральном депозитарии.

Законом допускается переходный период, в течение которого может действовать несколько центральных депозитариев. Сейчас существует два самых крупных депозитария, практически соответствующих необходимым для ЦД параметрам, — это Депозитарно-клиринговая компания (ДКК) и Национальный депозитарный центр (НДЦ). Законом 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 счет 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 произойдет специализация (например, на срочный рынок и спот-рынок, как это произошло в Бразилии), либо пойдет эволюционный процесс создания единых биржи и центрального депозитария. Время само рассудит! Наша же цель — сосредоточить ликвидность по торгуемым ценным бумагам в одном месте. Это выгодно всем.

### 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 напряженная осень 1998 года ушла на сложные переговоры.

Как я уже говорил, по всем расчетам дефолт должен был произойти в конце 1998 года, но 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 margin call'ы. 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 путем перевода денег, от продажи ГКО, цена которых от этого еще более падала и размер margin call'ов 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, как 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 получить 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 вперед, путем трансформации части краткосрочного государственного долга в долгосрочный, номинированный в иностранной валюте.

Это попытка была осуществлена летом 1998 года с помощью компании «Голден сакс». Путем конвертации краткосрочного долга по ГКО/ОФЗ в долгосрочный долг, выраженный еврооблигациями. Так же был расчет 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 еще большого куска долга по ГКО, примерно около 10 млрд долларов.

К концу июля удалось также, пройдя через тяжелые переговоры, получить кредит МВФ. Если бы удалось сделать все, что планировали, проблема была бы отнесена на более позднее время. Отнесена, но не решена. Так как для ее 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 бы 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 ее ликвидность. Тогда появилась бы возможности собирать налоги.

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

### **Закон об инсайдерской информации**

Дело в том, что Закон о злоупотреблениях на рынке ценных бумаг (в котором идет речь о противодействии использованию инсайдерской информации) — закон о дефинициях, полномочиях и санкциях, и поэтому его судьба всегда связана с уровнем доверия регулятору. В современном законопроекте есть определения, гораздо более конкретные по сравнению с аналогичной европейской директивой (Market Abuse Directive) Однако санкции против недобросовестного использования такой информации, предусмотренные нашим законопроектом, на порядок мягче, чем в директиве ЕС. Список признаков манипулирования ценами у нас закрытый, в ЕС он открыт и оставлен на усмотрение регулятора.

Законопроект предоставляет регулятору право проводить административное расследование — сбор информации, в том числе путем опроса лиц, причастных к сделке. Брокер указал на клиента, запросили объяс-



нения от клиента, и т. д. Регулятор получает право запросить письменное объяснение — если гражданин отказывается, значит, он нарушает закон. Объяснения лягут в основу протокола, который может быть использован в суде.

В случае низкого доверия к регулятору, повторяю, такой закон провести трудно, сейчас положение иное, и большинство крупных участников рынка однозначно сказали, что этот закон поддержат. Подготовили свои замечания, но вместе с тем дали положительные оценки саморегулируемых организации «Национальная ассоциация участников фондового рынка» (НАУФОР) и «Национальная фондовая ассоциация» (НФА). Законопроект в 2007 году внесен в Правительство, и мы ожидаем его рассмотрения и внесения в Государственную Думу.

Если говорить о том пути, который прошли российская экономика и рынок на рубеже в 90-х и 2000 годов, то, конечно, можно уверенно сказать, что был сделан огромный рывок вперед. Если же говорить о фондовом рынке, то он вообще создан в эти годы с нуля. В 90-е был принят базовый закон о рынке ценных бумаг и созданы основы инфраструктуры. В 2000-х годах фондовый рынок и финансовый рынок в целом стали играть присущую им роль — рыночного механизма трансформации сбережений в инвестиции. В этом году уже 40% инвестиций в основные активы российских компаний будут обеспечены финансовыми ресурсами, полученными на финансовом рынке. То есть не за счет собственных средств, а путем выпуска корпоративного долга с фиксированной доходностью или размещение акций. Это качественное изменение!

Меняется уже и психология населения как инвестора: все больше появляется людей, достаточно разумно пользующихся различными финансовыми инструментами с целью сохранения и увеличения реальной величины личных накоплений. То есть люди начинают понимать, что доход от акций и облигаций не результат чуда, а продукт развития экономики. И ты являешься участником этого экономического проекта.

Вместе с тем развитие институциональных инвесторов в нашей стране катастрофически отстает от потребностей корпоративного сектора. Крупным источником длинных инвестиционных денег для отечественной экономики могла бы стать система ОПС, но ее урезали до незначимого уровня, исключив из пенсионной реформы наиболее активную часть трудящихся, а правила инвестирования сформулировали так, что сохранить реальную величину накоплений в ОПС пока не удастся. 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 предложили развивать корпоративные пенсионные системы, но не ощущаем поддержки идеям со стороны ведомств, ответственных за это направление.