

МОНОГРАФИЯ

СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНОЙ СТРУКТУРЫ ФИНАНСОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ

О. В. Буклемишев,
Ю. А. Данилов



Экономический
факультет
МГУ
имени
М.В. Ломоносова

МОСКОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
имени М. В. Ломоносова
Экономический факультет



О. В. Буклемишев, Ю. А. Данилов

**СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ
ИНСТИТУЦИОНАЛЬНОЙ СТРУКТУРЫ
ФИНАНСОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ**

Москва
2017

УДК 336.02
ББК 65.261
Б906

Буклемишев О. В., Данилов Ю. А.
Б906 **Современные тенденции институциональной структуры финансового регулирования:** Монография. — М.: Экономический факультет МГУ имени М. В. Ломоносова, 2017. — 152 с.

ISBN 978-5-906783-56-1

Монография посвящена исследованию вопросов развития систем финансового регулирования и надзора, прежде всего с точки зрения развития институциональной структуры. Исследованы причины и факторы перехода к мегарегулированию, отмечены его преимущества и недостатки. Монография содержит описание национальных особенностей моделей финансового регулирования, исследование количественных показателей применения различных моделей в современном мире. Особое внимание уделяется анализу перехода к мегарегулированию в Российской Федерации, приводятся оценки первых лет реализации данной модели финансового регулирования, а также рекомендации в отношении преодоления недостатков сложившейся в России модели финансового регулирования.

УДК 336.02
ББК 65.261

ISBN 978-5-906783-56-1

© Экономический факультет
МГУ имени М. В. Ломоносова, 2017

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение	5
Глава 1. Вопросы теории финансового регулирования	9
1.1. Эффективное регулирование финансовых рынков: цели и принципы	9
<i>Вставка.</i> Цели и принципы регулирования (рекомендации международных ассоциаций регуляторов)	14
1.2. Трансляция регулятивных задач в функции регулирования.....	19
1.3. Виды деятельности финансового регулятора	21
1.4. Подходы к определению поднадзорности финансовых организаций.....	26
1.5. Макропруденциальная политика (политика по обеспечению финансовой стабильности)	29
1.6. Современные требования к финансовому регулятору	32
<i>Вставка.</i> Требования IOSCO к регуляторам рынков ценных бумаг.....	33
<i>Вставка.</i> Требования IAIS к органам страхового надзора	33
<i>Вставка.</i> Требования Базельского комитета к банковским регуляторам	34
Глава 2. История смены моделей финансового регулирования	38
2.1. Протоотраслевая модель.....	38
2.2. Отраслевая модель	42
2.3. Консолидированная (интегральная) модель регулирования	46
<i>Вставка.</i> Особенности пенсионного сектора	55
2.4. Основные формы консолидированной модели регулирования	56
Глава 3. Переход к мегарегулированию	63
3.1. Экспансия мегарегуляторов	63
3.2. Принципы внедрения моделей мегарегулирования.....	74
3.3. Возражения против мегарегулирования и возможные альтернативы	78
3.4. Модель «twin peaks».....	84
3.5. Кризис 2007–2009 гг.: уход от «отраслевой» модели финансового регулирования	95
Глава 4. Case studies (реформы финансового регулирования в отдельных странах)	97
4.1. Реформа регулирования в Великобритании	97
4.2. Австралия	100
4.3. Система регулирования в США	101
4.4. Япония	106
4.5. Гонконг	108
4.6. Китай	110
4.7. Канада	111
Глава 5. Внедрение мегарегулирования в России	114
5.1. История изменения моделей и институционального дизайна финансового регулирования в России.....	114

5.2. Дискуссия о мегарегуляторе	121
5.3. Российская практика перехода к мегарегулированию и мировой опыт.....	127
5.4. Первые итоги деятельности Банка России как мегарегулятора	129
5.4.1. Изменения структуры финансовой отрасли	130
5.4.2. Качественные изменения после введения мегарегулирования.....	136
5.5. Возможные пути развития финансового регулирования в России	147
Заключение	150

ВВЕДЕНИЕ

Глобальный финансовый кризис 2007–2009 гг. стал серьезным экзаменом для «несущих конструкций» национальных и глобальной регуляторных систем. Однако вопрос оптимизации институциональной структуры финансового регулирования появился в повестке дня задолго до кризиса, а преобразования подходов к регулированию и соответствующей композиции регулирующих органов в целом ряде государств начались еще в конце XX в., отражая сложившиеся на тот момент представления о преобладающих тенденциях эволюции финансовых рынков и институтов, а также связанных с ней вызовах.

Финансовое регулирование — важнейшая функция государства, направленная на оптимизацию функционирования финансовых рынков. Эта функция делегируется государственным органам (финансовым регуляторам), которые могут на ней непосредственно специализироваться, а могут совмещать ее осуществление с другими функциями, а также, в свою очередь, делегировать реализацию части своих полномочий негосударственным объединениям (саморегулируемым организациям). Совокупность взаимоотношений регуляторов между собой и регулируемыми организациями составляет то, что мы имеем в виду под институциональным дизайном финансового регулирования. Финансовое регулирование включает в себя воздействие на различные аспекты функционирования финансовых рынков, в том числе макро- и микропруденциальную политику, защиту прав инвесторов и других клиентов финансовых организаций и т.д.

Теоретическое предположение о том, что конфигурация органов регулирования сама по себе имеет большое значение, после событий глобального кризиса среди исследователей и практиков стало считаться гораздо более обоснованным. Не случайно основная международная тенденция в эволюции регулирующих структур последнего времени заключалась в отказе от наиболее распространенных ранее «отраслевых» схем в пользу той или иной модели мегарегулирования, т.е. нормотворчества и правоприменения, организованных по системному принципу — поверх формальных границ традиционного «тройного» институционального деления финансовых организаций (банки, страховые компании, структуры фондового рынка). На основе теоретических дискуссий были выработаны две базовые схемы мегарегулирования, которые постепенно внедрялись на практике в целом ряде государств:

- концентрация регулятивных полномочий в рамках одного органа, осуществляющего контрольно-надзорные функции в отношении всего спектра финансовых институтов — от банков и фондовых посредников до страховых компаний, пенсионных фондов и микрокредитных организаций. Такой орган мог быть сформирован как на базе центрального (национального) банка, так и вне его;
- распределение полномочий финансового регулирования по функциональному признаку, как правило, по двум органам (соответствующая модель получила название «*twin peaks*»). Один из этих органов берет на себя макро- и микропруденциальные функции, а второй — функцию обеспечения правил ведения бизнеса (защиты прав потребителей финансовых услуг).

Макропруденциальное регулирование — относительно новая сфера финансового регулирования, возникшая в качестве реакции на кризис 2007–2009 гг. «Группа 30» определяет макропруденциальную политику через четыре элемента, в отношении которых существует консенсус различных экспертов. Эта политика:

- ориентирована на всю финансовую систему в целом;
- направлена на повышение устойчивости финансовой системы и сокращение системных рисков;
- использует многие из существующих инструментов пруденциального надзора (микропруденциальной политики), но применяет их с целью снижения системного риска и повышения устойчивости финансовой системы;
- является взаимодополняющей по отношению к денежно-кредитной, налогово-бюджетной и другим политикам в области финансового сектора, что предопределяет необходимость их координации¹.

По оценке С. Р. Моисеева, макропруденциальная политика занимает промежуточное положение между денежно-кредитной политикой центрального банка, направленной на достижение макроэкономических целей, и микропруденциальным регулированием, предназначенным для предотвращения несостоятельности отдельных финансовых посредников, а также для осуществления контроля за выполнением ими обязательств перед кредиторами, клиентами и вкладчиками².

В свою очередь, функция обеспечения защиты прав потребителей финансовых услуг через выполнение поднадзорными финансовыми организациями общепризнанных правил ведения бизнеса существенно отличается от пруденциальной функции по механизмам и формам реализации. Однако она играет не менее важную роль для стабильности финансовых рынков. Данная функция делает акцент на прозрачности,

¹ Group of Thirty (2010). *Enhancing Financial Stability and Resilience. Macroprudential Policy, Tools, and Systems for the Future*. Washington. P. 20.

² Банковское дело. 2011. № 3. С. 34–35.

раскрытии информации, соответствии профессиональной деятельности посредников стандартам и интересам клиентов (suitability), защите прав инвесторов, обеспечении честной деловой практики. В тех случаях, когда выполнения только требований по прозрачности и раскрытию информации недостаточно для эффективной защиты инвесторов и других клиентов финансовых организаций, эти требования естественным образом дополняются правилами, устанавливающими справедливое обращение с контрагентами и высокие стандарты ведения бизнеса посредников. Стандарты честной деятельности финансовых посредников получили широкое распространение сначала в обычаях делового оборота, а в последние десятилетия утверждены нормативными документами, регулирующими деятельность финансовых посредников¹.

Необходимо отметить, что выполнение данной функции финансовыми регуляторами одновременно достигает цели обеспечения должного уровня конкуренции как фактора повышения эффективности рынка. В данном случае обеспечивается поддержание конкуренции не методами антимонопольной политики, а через обеспечение информационной и операционной эффективности рынка, а также защиты интересов инвесторов. Эффективный рынок с оптимальными барьерами входа, честными деловыми практиками и ценообразованием, высоким уровнем защиты инвесторов в условиях свободной экономики становится привлекательным для национальных и международных игроков, что способствует росту конкуренции, емкости и глубины на этом рынке.

Внезапность и масштаб глобального финансового кризиса внесли в процессы реформирования основ финансового регулирования самые серьезные коррективы. Многие подходы, которые считались универсальными до кризиса, по его результатам были подвергнуты жесткой критике и кардинальным образом пересмотрены. Немалую роль в осознании необходимости и запуске преобразований национальных систем регулирования сыграли критические настроения в обществе, вызванные оппортунистическим поведением некоторых частных финансовых институтов и явными провалами регуляторов в ходе кризиса. Иными словами, реформаторы не могли не взять на вооружение более рестрикционные, чем ранее, регуляторные парадигмы.

Тем не менее само движение в сторону мегарегулирования не было подвергнуто сомнению и после кризиса обозначилось даже еще более четко. Одним из главных факторов этого явилась необходимость усиления макропруденциального надзора, т.е. деятельности по предвосхищению и нейтрализации системных рисков, внимание к которой явно оставалось недостаточно акцентированным в рамках отраслевой системы

¹ Group of Thirty (2008). The Structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace. Washington. P. 23.

регулирования. Однако на практике также используются различные институциональные форматы реализации данной регуляторной функции.

Россия не осталась в стороне от мировых тенденций. После не слишком продолжительных и конкурентных дискуссий о реформе финансового регулирования в 2013 г. в нашей стране был выбран вариант преобразований, связанный с концентрацией соответствующих полномочий под эгидой Банка России. Многими исследователями, включая авторов данной монографии, высказывались опасения в связи с поспешностью и недостаточной продуманностью данного перехода. В своих статьях и выступлениях мы, опираясь на современные достижения теории финансового регулирования и анализ накопленного международного опыта, пытались показать, что Банку России в качестве мегарегулятора существует реальная альтернатива.

Сегодня, когда первые результаты действия новой регуляторной модели уже налицо, мы хотели бы вернуться к этой дискуссии, еще раз проанализировав основные выводы теоретической дискуссии по вопросу реформирования институциональной структуры финансового регулирования, а также ключевые тенденции современной международной практики в данной сфере. С учетом накопленного теоретического багажа и практического опыта мегарегулирования в России и других странах наше мнение не изменилось: мы считаем, что в нашей стране выбрана субоптимальная и сопряженная с серьезными рисками регулятивная конфигурация, пересмотр которой по-прежнему представляется нам целесообразным.

* * *

Авторы выражают благодарность А. Е. Абрамову, а также анонимному рецензенту за ценные замечания в ходе подготовки рукописи.

ГЛАВА 1

ВОПРОСЫ ТЕОРИИ ФИНАНСОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ

1.1. Эффективное регулирование финансовых рынков: цели и принципы

Среди экономистов, в том числе стоящих на самых разных теоретических позициях, сегодня практически нет несогласия по вопросу целесообразности вмешательства государства в функционирование финансовых рынков. Считается, что эту сферу экономической деятельности ни в коем случае нельзя полностью отдавать на волю рыночной стихии. Даже сторонники крайне либеральных воззрений обычно согласны с тем, что финансовое регулирование, которое призвано устранять «провалы рынка», — одна из коренных функций государства, направленных на совершенствование работы экономического механизма в целом, имея в виду как его надежность, так и эффективность. Не случайно в современном мире в подавляющем большинстве юрисдикций финансовые рынки находятся под пристальным регулятивным контролем; финансовому регулированию обычно посвящен специальный и весьма проработанный раздел законодательства, делегирующий значительные полномочия государственным органам.

В теоретической литературе последних лет описываются различные наборы и комбинации целей регулирования финансового рынка. Следует, однако, иметь в виду, что, несмотря на внешне нейтральную оболочку, излагаемые в этой связи подходы часто отражают не только национальную специфику модели развития финансовых рынков данного государства (группы государств), но также определенный взгляд на текущую политико-экономическую ситуацию, и поэтому, как правило, должны анализироваться в контексте конкретных рыночных интересов, а также с учетом динамично меняющихся условий социально-экономической и регулятивной среды.

В любом случае, представляется, что цели развития и соответственно регулирования финансового рынка должны быть самым тесным образом увязаны с общими целями социально-экономического прогресса и стратегическими задачами, поставленными перед народным хозяйством в целом. Действительно, финансовый рынок сегодня играет все

более активную роль в процессах социально-экономического развития; однако роль эта, по сути своей, амбивалентна.

С одной стороны, увеличивается значение рынков в развитии национальных экономик, перераспределении финансовых ресурсов, в частности пенсионных накоплений и сбережений населения, в направлении наиболее эффективного их использования, в том числе и в глобальном масштабе. Однако, с другой стороны, финансовые неурядицы в эпоху глобализации характеризуются все более ощутимым разрушительным потенциалом, повышая риск неустойчивости отдельно взятых национальных рынков и — за счет действия различных контагиозных факторов — целых групп таких рынков. При возникновении турбулентностей на рынках, в том числе, в географически отдаленных регионах, национальным органам власти в малых открытых экономиках, к числу которых принадлежит большинство государств, приходится соответствующим образом корректировать внутреннюю экономическую политику. Часто это приводит к отклонению основных ее параметров от значений, продиктованных соображениями локальной оптимизации. Таким образом, экономическая политика и финансовое регулирование перестают быть вопросами сугубо произвольного выбора в рамках национального суверенитета, фактически приобретая глобальное измерение.

Кроме того, вне зависимости от той роли, которую играет на финансовом рынке национальный банковский сектор, и от степени вовлечения центрального банка в общее финансовое регулирование, в нынешних условиях неизбежно возникает потребность в увязке целей регулирования финансового рынка с другими целями, традиционно преследуемыми центральными (национальными) банками (обеспечение устойчивости банковского сектора, проведение эффективной кредитно-денежной политики и т.д.). В частности, внедрение на международном уровне норм стандарта Базель III оказывает самое глубокое воздействие на предложение и структуру кредитования в глобальном масштабе и характеризуется далеко идущими последствиями для экономического развития.

Согласование стратегии и конкретного набора пруденциальных мер с другими видами экономической политики национальных государств, несомненно, представляет собой важную задачу, которая, однако, лежит вне рамок предметной области нашей монографии. Ограничимся здесь лишь констатацией неизбежности противоречий между целями различных политик и необходимости поиска оптимального формата урегулирования данных противоречий.

Цели финансового регулирования, принципы формирования эффективных систем финансового регулирования и закономерности формирования и развития финансовых регуляторов в последние 15 лет стали предметом пристального внимания ученых.

Й. Нумейер описывает три следующие главные цели финансового регулирования: устранение системного риска; обеспечение эффективного

распределения ресурсов и рисков в экономике; обеспечение потребности в защите инвесторов¹, аргументируя свой подход преимущественно через необходимость устранения негативных экстерналий и «провалов рынка».

По мнению *экспертов «Группы 30»*², политика регулирования финансовых рынков должна преследовать следующие основные цели³:

- обеспечение безопасности и устойчивости финансовых институтов;
- сокращение системного риска;
- обеспечение справедливости ценообразования и распределительной эффективности рынков;
- защита клиентов финансовых организаций и инвесторов.

Стоит обратить внимание также на признаки эффективного регулирования, предложенные *Р. Абрамсом* и *М. Тейлором*⁴. По мнению ученых, должны неукоснительно соблюдаться вне зависимости от архитектуры регулятивной системы следующие признаки:

- четкость целей и задач;
- независимость и подотчетность, включая обратную связь с регулируемыми институтами;
- адекватное ресурсное обеспечение;
- эффективные полномочия правоприменения;
- полнота охвата.

Ф. Аллен и *Р. Херринг* выделяют две цели регулирования финансового рынка: обеспечение защиты инвесторов и расширение возможностей для эффективного развития экономики⁵.

Интересно, что отказ от рассмотрения устранения системного риска в качестве отдельной регулятивной цели был основан на представлении авторов о начавшемся после азиатского кризиса 1997 г. процессе смены модели функционирования финансовых рынков. По их мнению, «континентальная модель», основанная на банковском финансировании,

¹ Where to Go after the Lamfalussy Report? An Economic Analysis of Securities Market Regulation and Supervision (2002) // SSE/EFI Working Paper (Series in Economics and Finance). No. 482. P. 5–6. URL: <http://www.hhs.se/secfi/people/Faculty/Finjn/default.htm>

² Группа 30 — международное неправительственное экспертное объединение, специализирующееся на вопросах развития и регулирования финансовой системы. Целью группы является углубленное изучение финансовых и экономических проблем, а также анализ последствий принятых регулятивных решений. Группа включает 30 участников, среди которых действующие и бывшие главы центральных банков, ведущих рыночных институтов, крупнейшие академические экономисты.

³ Group of Thirty (2008). The Structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace. Washington. P. 21–23.

⁴ Abrams R. K. and Taylor M. W. (2000). Issues in the Unifications of Financial Sector Supervision. IMF Working Paper. No. 00/213.

⁵ Allen F., Herring R. (2001). Banking Regulation versus Securities Market Regulation // The Wharton School University of Pennsylvania. WP # 01–29. P. 1.

должна была в конечном счете уступить место альтернативной конфигурации, основанной на распределенных рынках («англосаксонская модель»). По мнению Ф. Аллена и Р. Херринга, уже это само по себе должно было автоматически решить проблему системного риска (безусловно, именно банковский сектор выступает в качестве основного источника системных рисков и одного из наиболее распространенных каналов их распространения между сегментами финансового рынка)¹. Заметим, что данный прогноз не подтвердился; банковский сектор сохраняет свои позиции в странах с «континентальной моделью» финансовых рынков.

Таким образом, необходимо учитывать наличие существенных факторов национальной специфики, предопределяющих дифференцированное отношение к системным рискам в разных юрисдикциях. В США, где инвестиционные компании были вплоть до конца XX в. жестко отделены от банковского сектора, вероятность разворачивания системного финансового кризиса за счет мультипликации рисков на пересечении этих видов финансовой деятельности оценивалась как минимальная. Напротив, в Европе фондовый рынок гораздо более тесно переплетен с банковским сектором, и вероятность системного кризиса считалась более высокой. Поэтому европейские авторы уделяли предотвращению системного риска как цели регулирования финансового рынка гораздо более пристальное внимание.

Вообще вопрос об отнесении цели предотвращения системного риска к основным целям регулирования финансового рынка решался исследователями по-разному². Но в последнее время влияние системных рисков на развитие финансового сектора и экономики в целом существенно выросло; консенсусная точка зрения сегодня однозначно включает устранение или снижение системного риска в перечень главных целей финансового регулирования.

В значительной мере увеличение внимания к борьбе с системными рисками привело к нарастанию роли макроprudенциальной политики как составной части финансового регулирования (подробнее см. п. 1.5). Но помимо развития собственно макроprudенциального инструментария заметно изменились и микроprudенциальные подходы, направленные на преодоление системного риска. Как известно, его источниками выступают крупнейшие финансовые организации и финансовые конгломераты, которые после кризиса 2007–2009 гг. начали выделять в отдельную группу системно значимых финансовых институтов (СЗФИ).

¹ Allen F., Herring R. Op. cit. P. 2.

² Обзор этих позиций см.: Эффективный рынок капитала: экономический либерализм и государственное регулирование (2004) / Под общ. ред. И. В. Костикова. В 2 т. Т. 1. М.: Наука, С. 83–85.

СЗФИ — финансовые институты, потеря платежеспособности или банкротство которых может вызвать значительные нарушения финансовой системы и экономической активности по причине их большого размера, комплексности и системной взаимосвязанности. Совет по финансовой стабильности (СФС) разработал специальные принципы и методы регулирования и надзора в отношении этой группы финансовых институтов¹, которые к настоящему времени приняты на вооружение финансовыми регуляторами большинства стран мира с развитыми и крупными развивающимися финансовыми рынками. Строго говоря, разработанные СФС меры включают три обязательных ключевых элемента в отношении СЗФИ: ужесточение надзора, особые механизмы урегулирования несостоятельности, обеспечение более высокой устойчивости к финансовым потерям (в том числе через повышенные требования к капиталу). Блок регулирования и надзора в отношении СЗФИ, нацеленный на минимизацию системных рисков, находится фактически на стыке макропруденциального и микропруденциального регулирования, но исходная его точка — все-таки микропруденциальное регулирование и надзор.

Кризис 2007–2009 гг. побудил финансовые власти всего мира к значительной модернизации систем регулирования и надзора на финансовом рынке². В рамках данной модернизации произошло и значительное уточнение представлений о главных целях финансового регулирования.

Д. Шёнмейкер и *Й. Кремерс* выделяют четыре главные цели регулирования (надзора) монетарной и финансовой системы: монетарная (ценовая) стабильность; стабильность финансовой системы (макропруденциальная цель); устойчивость отдельных финансовых институтов (микропруденциальная цель); организованные и хорошо функционирующие рынки, справедливое обращение с клиентами (цель соблюдения правил ведения бизнеса), добавляя, что конкурентная политика на финансовых рынках на практике перешла из целей финансового регулирования в цели общеэкономического регулирования³.

¹ Подробнее меры и действия, рекомендуемые СФС, изложены в следующих официальных документах: Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions (2011), FSB, October; Global Systemically Important Banks: Assessment Methodology and the Additional Loss Absorbency Requirement (2011), BCBS, October; Intensity and Effectiveness of SIFI Supervision (2011), FSB, October.

² Здесь и ниже мы разделяем тесно связанные между собой понятия регулирования и надзора, понимая под регулированием разработку и применение норм, определяющих деятельность финансовой системы, а под надзором — обеспечение следования финансовых институтов этим нормам и применение необходимых санкций (см.: *Masciandaro D., Quintyn M.* (2015). The Governance of the Financial Supervision: Recent Developments // Journal of Economic Surveys. Vol. 30. No. 5. P. 982–1006).

³ *Schoenmaker D., Kremers J.* (2015). Financial Stability and Proper Business Conduct. Can Supervisory Structure Help to Achieve these Objectives? / Institutional Structure of Financial Regulation. Theories and International Experiences. Ed. by Robin Hui Huang and Dirk Schoenmaker. L. and NY, Routledge. P. 30.

При этом данные цели должны подчиняться определенной иерархии, которая, правда, может изменяться в зависимости от ситуации и конкретной конфигурации органов регулирования. При возникновении противоречия указанных ориентиров цели макропруденциальной политики будут, скорее всего, доминировать над целями микропруденциальной политики. Однако это далеко не гарантировано, и, более того, приоритизация целей зависит от конфигурации регулирующих органов¹.

Отдельный вопрос — должна ли входить цель поступательного развития финансового рынка в перечень целей финансового регулирования? Приведенные выше мнения ученых подразумевают отрицательный ответ на данный вопрос. Но в данном случае необходимо уточнить, что в традиционном понимании финансовое регулирование — это воздействие на рынок, которое осуществляет финансовый регулятор, и именно так мы его понимаем в настоящей монографии.

Функции по обеспечению поступательного развития финансового рынка и повышения его роли в социально-экономическом развитии страны обычно не делегируются финансовым регуляторам, а остаются в ведении правительства или передаются специальным органам, ответственным за проведение реформ либо за осуществление национального стратегического планирования. Постановка таких целей и соответствующих задач требует принципиально более широкого взгляда на развитие как самого финансового сектора, так и народного хозяйства в целом (цели развития финансового сектора должны вытекать из целей социально-экономического развития, должны быть подчинены этим целям, а не наоборот). Финансовый регулятор не всегда способен обеспечить такое видение и такую иерархию целей. Поэтому происходит «разделение труда»: правительство или специальный орган правительства формирует национальную стратегию развития финансового сектора, являющуюся частью стратегии национального развития, а финансовый регулятор разрабатывает стратегический план, в котором определены действия самого регулятора по развитию систем регулирования и надзора за финансовым рынком. Передача функций формулирования целей развития финансового сектора самому финансовому регулятору была бы неправильной также с точки зрения недопущения ситуации, когда один и тот же орган ставит перед собой цели и он же отчитывается об их достижении. Если сам регулятор будет развивать предмет своего регулирования и надзора, то целеполагание в этом случае будет заведомо неоптимальным.

Вставка. Цели и принципы регулирования (рекомендации международных ассоциаций регуляторов)

Содержательно аналогичные сформулированным в научных работах цели и принципы заложены в основополагающих документах деятельности междуна-

¹ *Schoenmaker D., Kremers J.* Op. cit. P. 32–33. Подробнее см. п. 3.4 «Модель «twin peaks».

родных организаций, объединяющих национальных финансовых регуляторов по отраслевому принципу, — Международной ассоциации регуляторов фондовых рынков (International Organization of Securities Commissions, IOSCO), Международной ассоциации органов страхового надзора (International Association of Insurance Supervisors, IAIS) и Базельского комитета банковского надзора. При этом цели регулирования и надзора данных отраслевых объединений регуляторов и надзорных органов характеризуются высокой степенью детализированности. Однако эти рекомендации во многих случаях отражают представления об идеальном регулировании и на практике соблюдаются далеко не всегда и не везде.

Вместе с тем они выполняют важнейшую функцию в совершенствовании финансового регулирования в различных странах мира — анализируя и концентрируя лучшие мировые практики в данной сфере, указанные рекомендации задают магистральные направления и ориентиры развития норм финансового регулирования. Учитывая эти ориентиры при модернизации национальных систем регулирования, различные страны не только переходят к более эффективным механизмам регулирования, но и все более сближают стандарты регулирования, сокращая тем самым транзакционные издержки международных инвесторов. При этом необходимо отметить, что хотя рекомендации наднациональных организаций носят достаточно общий характер, это вовсе не означает, что они абстрактны — напротив, оставляя определенную свободу действий национальным регуляторам, такие рекомендации, как правило, требуют принятия определенных мер в отношении самых разных аспектов функционирования того или иного сектора финансового рынка.

Цели регулирования, заявленные Международной ассоциацией регуляторов фондовых рынков в ныне действующей редакции основополагающего документа IOSCO — «Цели и принципы регулирования рынков ценных бумаг» (от июня 2010 г.), состоят в следующем¹:

- защита инвесторов;
 - обеспечение прозрачности и эффективности рынка, честных правил торговли;
 - снижение системного риска.
- В настоящее время под эгидой IOSCO действует система, состоящая из 38 принципов рыночного регулирования. Эти принципы разделены на девять групп:
- A. Принципы, относящиеся к регулятору;
 - B. Принципы саморегулирования;
 - C. Принципы правоприменения;
 - D. Принципы сотрудничества (кооперации) при осуществлении регулирования;
 - E. Принципы регулирования эмитентов;
 - F. Принципы регулирования аудиторов, кредитных рейтинговых агентств и других провайдеров информации;
 - G. Принципы регулирования деятельности институтов коллективных инвестиций;

¹ Objectives and Principles of Securities Regulation (2010). IOSCO, June. C. 3. URL: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>

Н. Принципы регулирования рыночных посредников;

І. Принципы регулирования вторичного рынка.

Международная ассоциация органов страхового надзора (IAIS) разработала для своих членов документ, определяющий ключевые принципы и стандарты деятельности, — «Insurance Core Principles, Standards, Guidance and Assessment Methodology»¹.

На сегодняшний день сформулированы и утверждены 26 главных принципов страхового надзора.

Согласно мнению IAIS, главная задача органов страхового надзора — защита страхователя, и совокупностью целей страхового регулирования и надзора является создание и поддержание эффективных, надежных, справедливых и стабильных рынков страховых услуг на благо страхователей и в интересах здоровых финансовых рынков.

Применительно к банковскому сектору аналогичным документом выступают «Ключевые принципы эффективного банковского надзора» (Core Principles for Effective Banking Supervision)² Базельского комитета банковского надзора.

Данный документ устанавливает 29 ключевых принципов, объединенных в две группы:

- полномочия, обязанности и функции органа надзора (принципы 1–13);
- пруденциальные регуляции и требования (принципы 14–29).

Документ, кроме собственно ключевых принципов, содержит другие важнейшие положения, среди которых применительно к целям настоящей монографии необходимо выделить предпосылки эффективного банковского регулирования и новые требования, возникшие вследствие последнего кризиса.

Предпосылки эффективного банковского регулирования предусматривают соблюдение следующих условий:

- доброкачественная и устойчивая макроэкономическая политика;
- четко установленные основы для формирования политики финансовой стабильности;
- хорошо развитая общедоступная рыночная инфраструктура;
- четкие рамки для кризисного управления, оздоровления и восстановления платежеспособности кредитных организаций;
- приемлемый уровень системной защиты;
- эффективная рыночная дисциплина.

Документ описывает новые подходы регулирования и надзора в банковском секторе, являющиеся ответом на возникшие новые тенденции в его развитии. Выделяются такие новые проблемы, как:

- необходимость вычленения системно значимых банков;

¹ IAIS. Insurance Core Principles, Standards, Guidance And Assessment Methodology. 1 October 2011 (amended 12 October 2012, amended 19 October 2013). URL: http://iaisweb.org/modules/icp/assets/files/Insurance_Core_Principles_Standards_Guidance_and_Assessment_Methodology__October_2011_revised_October_2013_.pdf

² Basel Committee on Banking Supervision. Core Principles for Effective Banking Supervision. September 2012. Bank for International Settlements, 2012. URL: <http://www.bis.org/publ/bcbs230.pdf>

- реакция на системные риски и обеспечение макропруденциального надзора;
- кризисное управление, оздоровление и восстановление платежеспособности банков;
- корпоративное управление, раскрытие информации и прозрачность кредитных организаций.

В частности, в нем говорится, что последний кризис высветил взаимовлияние и взаимодополняющий характер макропруденциальных и микропруденциальных элементов эффективного регулирования.

Принципы, разработанные и утвержденные международными объединениями органов финансового регулирования и надзора, задают общий тренд совершенствования национальных регуляторных систем в рамках соответствующих секторов финансового рынка. Их наличие позволяет в значительной мере унифицировать регулятивные подходы, применяемые в различных странах мира. Такая унификация касается и представлений об основных целях регулирования и надзора в рамках отдельных отраслевых сегментов финансового рынка.

Учитывая, что данные принципы формулируются на основе лучших практик, они реально способствуют развитию финансового регулирования в глобальном масштабе. Однако происходит такое совершенствование только в том случае, если национальные регуляторы могут и хотят совершенствовать свой национальный режим финансового регулирования/надзора. Несмотря на то что национальные регуляторы, являющиеся членами вышеперечисленных международных организаций, формально разделяют заявляемые цели и принципы и, более того, присоединение к таким организациям невозможно без принятия на себя обязательств по соблюдению данных принципов, жестких механизмов принуждения к их реализации («инфорсмент») не существует.

Международные финансовые организации проводят регулярный мониторинг внедрения своих рекомендаций национальными регуляторами. Наиболее известный документ, в котором концентрируются выводы о применении международно признанных стандартов регулирования и надзора на финансовом рынке, в том числе в банковском секторе, на фондовом рынке, а также в страховой и пенсионной сферах, — Financial System Stability Assessment (FSAP), разрабатываемый и периодически пересматриваемый Международным валютным фондом в отношении каждой страны-члена¹. Но национальный регулятор

¹ В июле 2016 г. были опубликованы отчеты о результатах обследования России на предмет применения международных принципов и стандартов в финансовом регулировании: общий доклад о состоянии финансового сектора Российской Федерации — Financial Sector Assessment. Russian Federation. July 2016 (URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/936001472672149654/pdf/Russian-Federation-FSA-07272016.pdf>), доклад МВФ по финансовой стабильности в Российской Федерации — Russian Federation: Financial

остается суверенным актором, принимающим решения о применении на национальном уровне международных рекомендаций и исполняющим данные решения.

Таким образом, при наличии элементов наднационального регулирования, предполагающего возможность использования национальными регуляторами в качестве готового образца лучшей практики, сконцентрированной в том числе в принципах международных организаций, критически важную роль в эффективности национальных систем финансового регулирования продолжают играть национальные органы финансового регулирования и/или надзора. Именно они могут успешно использовать международный опыт в той степени, в которой считают для себя целесообразным.

При этом, как показывает опыт наиболее успешных реформ развивающихся финансовых рынков, лучшая мировая практика не только активно используется в качестве образца, но и активно сопрягается с характерными особенностями экономики, что позволяет в ряде случаев превратить последние в конкурентные преимущества национального финансового рынка.

В качестве примера можно привести реформу финансового регулирования в Гонконге. С одной стороны, гонконгские регуляторы определили перечень важнейших концепций и рекомендаций международных финансовых организаций, а также основных реформ и наиболее важных нормативных актов, принятых и реализованных на наиболее развитых финансовых рынках в период после 2008 г. в качестве ориентиров своей политики на финансовом рынке¹.

System Stability Assessment. IMF Country Report No. 16/231. International Monetary Fund, July 2016 (URL: <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=44085.0>), доклад персонала МВФ по ключевым проблемам и рекомендациям для Российской Федерации (URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16229.pdf>), оценочные отчеты по соблюдению Российской Федерацией Базельских принципов эффективного банковского надзора (URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16232.pdf>) и целей и принципов регулирования на фондовом рынке ИОСКО (URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16233.pdf>), а также детальный оценочный отчет соблюдения ключевых принципов в области страхования (URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/233831472537513389/pdf/108085-FSA-P157494-PUBLIC-Russia-FSAP-Update-II-DAR-IAIS-ICP-Revised.pdf>). В сентябре 2016 г. были опубликованы уточненные результаты обследования России на предмет применения международных принципов и стандартов в финансовом регулировании (детализированные оценочные отчеты) в разбивке по сегментам финансового рынка и технические записки по отдельным наиболее острым проблемам финансового сектора. Список всех документов, опубликованных по итогам обследования международными финансовыми организациями финансового сектора России в 2016 г., приведен на сайте Банка России (URL: <http://www.cbr.ru/Press/Default.aspx?PrintId=event&id=609&PrintVersion=Y>).

¹ В совокупности таких документов 15, их перечень приведен в: Navigating the new financial world (2015). Hong Kong: HSBC.

С другой стороны, Гонконг активно использует свои особенности, которые могли бы восприниматься как ограничения развития, но на практике превращаются в конкурентные преимущества. В 1980-х гг. в экономике Гонконга произошли значительные структурные изменения, ставшие результатом переноса производства на предприятия материкового Китая и выхода на первый план сектора услуг. В середине 2000-х гг. правительство КНР предприняло ряд шагов по активизации использования рынка Гонконга для привлечения капитала китайскими предприятиями и банками. В результате концентрации финансового капитала (воспринимавшейся отдельными наблюдателями как нежелательный структурный дисбаланс) в Гонконге была сформирована высокоразвитая индустрия управления активами. С середины 2000-х гг. одним из важнейших приоритетов Гонконга является политика его развития как ведущего мирового центра управления активами¹.

1.2. Трансляция регулятивных задач в функции регулирования

В рамках настоящей монографии мы будем опираться на структуру целей, задач и функций регулирования финансового рынка, предложенную в нашей статье, которая посвящена проблемам внедрения мегарегулирования в России в контексте накопленного мирового опыта². Эту структуру можно представить схематически следующим образом (рис. 1).

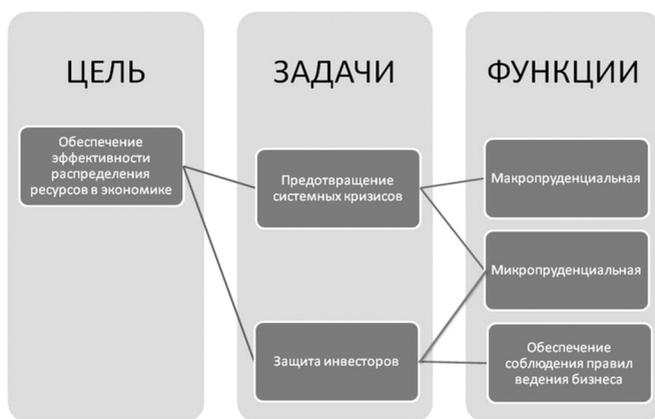


Рис. 1. Цели, задачи и функции финансового регулирования

¹ Подробнее см.: Данилов Ю. А. (2016). Опыт реформ финансовых рынков в странах — конкурентах России на глобальном рынке капитала. М.: Изд-во Ин-та Гайдара (Научные труды № 171Р). С. 38–40.

² Буклемишев О., Данилов Ю. (2013). Эффективное финансовое регулирование и создание мегарегулятора в России // Журнал Новой экономической ассоциации. № 3. С. 82–98.

Отметим, что данный подход в целом разделяется многими авторами (аналогичные, но не до конца совпадающие функции финансового регулирования выделяются, например, в тематическом докладе Казначейства США¹).

Учитывая ключевое значение финансового сектора с точки зрения оптимального распределения ресурсов в экономике², главная цель, которой подчинено его регулирование, — это обеспечение эффективного функционирования рынков (в контексте минимизации транзакционных издержек), включая отсутствие искажений в ценовых сигналах и максимальную транспарентность при их передаче.

Для достижения указанной цели регулятивным органам необходимо обеспечить решение двух принципиально отличных друг от друга задач³.

Первая задача — предотвращение системных кризисов, т.е. ситуаций, которые способны нанести экономике непропорционально большой ущерб, в том числе далеко выходящий за рамки собственно финансового сектора. Под защиту регулятора здесь берутся общественные интересы в самом широком смысле. Функционально решение данной задачи обеспечивается двумя путями:

- в направлении «сверху вниз», посредством нейтрализации рисков, угрожающих стабильности системы в целом (так называемое «макропруденциальное регулирование»);
- в направлении «снизу вверх», путем надзора и контроля за устойчивостью отдельных институтов финансового сектора, в первую очередь системно значимых (это «микропруденциальное регулирование», или контроль, осуществляемый в целях обеспечения стабильности и платежеспособности отдельных организаций).

В свою очередь, микропруденциальная функция, направленная на обеспечение сохранности вложенных в рыночные институты средств, безусловно, играет важную роль и с точки зрения решения **второй задачи** финансового регулирования — защиты интересов инвесторов⁴. Поскольку финансовые продукты и услуги обычно характеризуются значительной степенью сложности для восприятия обычными потребителями и информационной асимметрией, такая защита требует обеспечения неукоснительного соблюдения финансовыми институтами «правил игры», установленных регулятором либо рыночной конвенцией.

¹ Department of the Treasury (2008). *Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure*, March.

² См., например: *Merton R.* (1990). *The Financial System and Economic Performance* // *Journal of Financial Services Research*. Vol. 4. No. 4 (December). P. 263–300.

³ *Буклемшиев О., Данилов Ю.* Указ. соч. С. 84–85.

⁴ Следует подчеркнуть, что эта задача признается большинством документов (в том числе «Целями и принципами...» IOSCO) важнейшей задачей финансового регулятора.

Первая и вторая задачи финансового регулирования, отчасти пересекающиеся по своей предметной области и функционалу, тем не менее решаются разными средствами. Задача предотвращения системных угроз — по сути своей финансово-экономическая, и в ее решении задействованы в первую очередь экономические механизмы, тогда как защита инвесторов понимается в юридическом ключе и осуществляется главным образом правовыми средствами.

Для решения указанных задач финансового регулирования каждое государство выбирает такую институциональную модель, которая наилучшим образом отвечает уровню развития и структуре национального финансового рынка, а также имеющимся возможностям и потребностям в надзорной сфере.

С точки зрения адекватности той или иной модели регулирования характеристикам национального финансового рынка при выборе модели должны учитываться, в частности, следующие параметры¹:

- размер финансового рынка;
- степень развития процессов конгломерации и интеграции различных секторов финансового рынка;
- роль финансовых конгломератов, степень их межсекторной активности и уровень потенциальной трансляции рисков;
- степень открытости национального финансового рынка и его взаимодействия с окружающим миром.

1.3. Виды деятельности финансового регулятора

После рассмотрения целей и задач финансовых регуляторов необходимо проанализировать их функции и закономерности их изменения. Ретроспективный взгляд показывает, что функциональное наполнение деятельности финансовых регуляторов существенно изменилось, особенно в течение последнего столетия. В соответствии с рис. 1 мы выделяем следующие функции: макропруденциальную, микропруденциальную и соблюдение правил ведения бизнеса. Эти функции реализуются регуляторами через правоустановление и правоприменение.

Понятие правоустановления обычно применяется в качестве синонима нормотворчества. Отчасти противопоставляемое правоустановлению понятие правоприменения, однако, как правило, используется в более узком смысле — как часть функций органа надзора. Мы будем использовать данный термин в более широком смысле, понимая, что правоприменение включает в себя такие виды деятельности регулятора, как лицензирование, надзор и инфорсмент. Таким образом, более разветвленная структура финансового регулирования в функциональном разрезе представлена четырьмя основными блоками:

¹ Буклемишев О., Данилов Ю. Указ. соч. С. 86.

правоустановление (нормотворчество)	} правоприменение
лицензирование	
надзор	
инфорсмент	

Исходя из этой версии структуры видов деятельности финансового регулятора, можно построить матрицу «секторы/виды деятельности регулятора», в рамках которой различные юрисдикции осуществляют выбор границ поля полномочий для своих органов финансового регулирования (рис. 2). Она может, в частности, использоваться для анализа существующей практики и институционального дизайна национальной системы консолидированного регулирования.

		Секторы финансового рынка			
		Банковский сектор	Рынок ценных бумаг	Пенсионные и инвестиционные фонды	Страховой рынок
Виды деятельности регулятора	Нормотворчество				
	Лицензирование				
	Надзор				
	Инфорсмент				

Рис. 2. Матрица «секторы — виды деятельности регулятора» финансового регулирования

Данная матрица нуждается в некоторых пояснениях. В данном случае необходимо обратить внимание на то, что мы составили матрицу «секторы — виды деятельности регулятора». Соответственно, такой ее вид может создать впечатление, что все участники отдельного сектора финансового рынка подпадают под нормотворчество, лицензирование, надзор и инфорсмент регулятора. Очевидно, что это не совсем так и в реаль-

ности отдельные виды деятельности регулятора касаются не всех участников сектора, а тех, кто должен затрагиваться регулирующим воздействием для обеспечения устойчивого, справедливого и эффективного функционирования рынка. Применительно к рынку ценных бумаг это означает, что все виды деятельности регулятора осуществляются в отношении профессиональных участников рынка ценных бумаг. Нормотворчество, надзор и инфорсмент затрагивают также эмитентов ценных бумаг. В отношении инвесторов все виды деятельности регулятора носят характер защиты и нацелены не на инвестора, а на эмитентов и профессиональных участников рынка ценных бумаг. Данный тезис представляется особенно актуальным в связи с новациями финансового регулирования, предложенными Банком России в 2016 г. (подробнее см. далее, п. 5.4.2, подп. б).

Еще до перехода к консолидированному регулированию развитие «отраслевых» регуляторов, преследуя цель преодоления ограниченности чисто институционального подхода, в большинстве стран шло по пути интеграции различных регулятивных видов деятельности и секторов рынка в рамках «ведущего» института. Это делалось в целях устранения информационной асимметрии между различными надзорными органами и обеспечения необходимой степени координации их действий. Впоследствии во многих странах интегрирующая корректировка систем финансового регулирования по секторальному признаку (банковская, страховая, фондовая и прочие виды деятельности) сопровождалась продолжением консолидации видов деятельности регуляторов (нормотворчество, лицензирование, надзор, инфорсмент)¹. Таким образом, на этапе перехода к консолидированной модели регулирования в реальной практике различных государств были сформированы самые разные сочетания функционально-отраслевых блоков, представленных на рис. 2.

До формирования отраслевых финансовых регуляторов правоустановление и правоприменение естественным образом сочетались (строго говоря, с момента появления самой функции надзора) в рамках того правительственного органа, полномочия которого распространялись на финансовый рынок. Одновременно с формированием Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) в США проходило становление законодательной базы, в рамках которой фиксировались наиболее принципиальные моменты функционирования рынка, а менее значимые и технические аспекты регулирования законодательно были переданы самой Комиссии. Поэтому этот орган изначально сочетал правоустанавливающие и правоприменительные функции.

¹ *Monkiewicz J. (2007) Consolidated or Specialized Financial Market Supervisors: Is there an Optimal Solution? // The Geneva Papers. No. 32 (1). P. 151–161.*

Однако подобное «совместительство» было характерно далеко не для всех финансовых регуляторов. Как правило, первоначально создание специального института такого рода преследовало цель освободить министерство финансов или иной правительственный орган, занимающийся правоустановлением для финансовых рынков, от наиболее обременительных «технических» надзорных функций. В других случаях потребность в специальном надзорном органе возникала, если все регулирование было делегировано на законодательный уровень. Поэтому для многих отраслевых регуляторов, созданных в ведущих странах на соответствующем этапе развития финансового регулирования, была характерна концентрация только на одной регуляторной функции — надзорной. В частности, именно так была построена система регулирования финансового рынка в ведущих европейских государствах — Великобритании, Франции и Германии¹.

Лишь к 80-м гг. XX в. после окончания периода финансового дерегулирования и возврата к новой стадии усиления регулирования большинство регуляторов на развитых рынках стали одновременно заниматься правоустановлением и правоприменением. Сегодня такое сочетание характерно практически для всех стран с крупными финансовыми рынками; оно, как правило, сохраняется и в рамках большинства сформированных на новом этапе мегарегуляторов.

Среди обследованных 50 стран с наиболее объемными рынками ценных бумаг в 48 случаях орган регулирования и (или) надзора на финансовом рынке имеет право принимать нормативные акты, причем право это закреплено законодательно. В определенном смысле исключениями служат Китай и Германия. Однако в Китае, по ряду оценок, происходит постепенный процесс частичного делегирования полномочий правоустановления от Госсовета (главного исполнительного органа страны) специализированному надзорному органу рынка ценных бумаг. В Германии меганадзорному органу (BaFin) в соответствии с законом могут быть делегированы функции принятия нормативных актов от Минфина, что и осуществляется на практике.

Считается, что одновременное осуществление одним регулятором правоустановления и правоприменения характеризуется рядом существенных преимуществ. Так, в силу глубокого понимания и постоянного мониторинга ситуации на подведомственном сегменте рынка регулятор имеет возможность как выявлять недостатки существующей законодательной и нормативной базы, так и оперативно реагировать на изменение рыночной ситуации и увеличение рисков, предлагая необходимые решения в кратчайшие сроки. Кроме того, консолидация правоуста-

¹ Эффективный рынок капитала: экономический либерализм и государственное регулирование (2004) / Под общ. ред. И. В. Костикова. В 2 т. Т. 2. М.: Наука. С. 555.

новления и правоприменения позволяет снижать издержки участников рынка (временные, материальные и т.д.) на взаимодействие с регулирующими и надзорными организациями, а также позволяет избежать ситуации регуляторного арбитража.

Такой подход в значительной мере противоречит более общему принципу, который заключается в разделении функций правоустановления и правоприменения. Данный принцип исходит из весьма простого соображения: если один и тот же орган будет устанавливать нормы и следить за их исполнением, то он будет искажать регулятивную среду в своих собственных интересах, а не действовать в целях повышения эффективности регулирования. Именно такой подход был заложен и в рамках проводившейся в России в середине 2000-х гг. административной реформы.

Исключение финансового сектора из общего правила происходит вследствие значительно более высокой скорости рыночных процессов. Развитие кризисов на финансовом рынке может происходить в течение считанных дней и даже часов и нести крайне высокий уровень потенциальных потерь на уровне всей социально-экономической системы. В значительной мере такая особенность финансового рынка обусловлена высокой степенью глобализации финансового сектора, при которой внешние шоки могут стать губительными даже для устойчивого национального финансового рынка.

Тот факт, что финансовый рынок является исключением из общего правила, тем не менее не означает, что ему не свойственны все те негативные последствия, которые могут реализоваться при совмещении функций правоустановления и правоприменения в рамках одного органа. Поэтому необходимы компенсирующие механизмы, которые препятствовали бы снижению эффективности государственных функций регулирования и надзора при их совмещении в одном органе. К таким компенсирующим механизмам в отношении финансового регулятора следует отнести:

- коллегиальную форму организации финансового регулятора;
- сочетание независимости регулятора и его подотчетности.

Однако при этом необходимо учитывать, что общепринятый в современных системах принцип коллегиальности финансового регулятора способствует повышению эффективности регулирования при условии включения в состав коллегии тех лиц, которые отражают интересы различных групп участников финансового рынка, и прежде всего — различных категорий инвесторов. Механическое включение в состав коллегии регулятора «по должности» представителей органов государственной власти, полномочия которых соприкасаются с различными аспектами функционирования финансовых рынков, не дает никаких гарантий повышения эффективности регулирования.

1.4. Подходы к определению поднадзорности финансовых организаций

Одной из наиболее важных проблем финансового регулирования является определение поднадзорности финансовых организаций. Решение данной задачи предполагает четыре возможных подхода — институциональный, функциональный, интегральный, а также подход, реализованный в рамках регулятивной модели «twin peaks». Каждый из них связан с тем или иным этапом в развитии финансового регулирования, с той или иной его моделью. Предопределяя охват регуляторными действиями секторов рынка, эти подходы тем самым задают каркас финансового регулирования.

Институциональный подход предполагает ориентацию в проведении надзора на финансовую организацию определенного типа как на юридическое лицо, имеющее лицензию на осуществление того или иного вида деятельности на рынке. Правовой статус поднадзорной организации, зарегистрированной в качестве коммерческого банка, брокера-дилера, страховой организации и др., предопределяет тот надзорный орган, который будет заниматься всеми аспектами надзора и контроля в отношении этой организации, начиная ее финансовой устойчивостью и заканчивая контролем предоставления услуг.

Правовой статус (набор лицензий) финансовой организации также предопределяет перечень допустимых видов деятельности, хотя, как правило, наблюдается тенденция к его расширению. Таким образом, с течением времени юридические лица с различным правовым статусом оказываются допущенными к одинаковым или сопоставимым видам деятельности, в отношении которых различными регуляторами устанавливаются разные нормы. Тем самым в одном секторе рынка возникает конкуренция регуляторов, а также формируются зоны, не покрытые никаким регулированием.

Недостатки институционального подхода к регулированию очевидны: он создает основу для дублирования функций государственного регулирования различными органами, формируя административные барьеры и увеличивая регулятивные затраты. Этот принцип не позволяет добиться единства государственного регулирования одного и того же вида деятельности, осуществляемой разными видами финансовых организаций, а также одинакового уровня контроля за ними. Результатом этого являются «двойные стандарты» для субъектов, осуществляющих одну и ту же деятельность; одним из них создаются неоправданные преимущества, а другие оказываются в дискриминированном положении.

Иногда принцип институционального регулирования провоцирует необоснованную конкуренцию между регулируемыми органами. Кроме того, это снижает эффективность государственного контроля, поскольку

ни один из государственных органов не может вполне отвечать за свою сферу регулирования. Действительно, преимущества и недостатки этой деятельности каждого из таких органов зависят не только от их эффективности, но и от действий других институтов.

В соответствии с альтернативным **функциональным подходом**, поднадзорность финансовой организации предопределяется теми видами деятельности, которые она осуществляет, и теми сделками, которые она заключает, безотносительно к правовой принадлежности организации. У каждого вида деятельности может быть свой «функциональный» регулятор. Например, в соответствии с «простым» функциональным подходом, если одно юридическое лицо вовлечено в различные виды финансовой деятельности, включая банковские операции, операции с ценными бумагами, страхование, каждый из этих отдельных видов деятельности будет подлежать надзору со стороны отдельного регулятора, определенного по функциональному принципу.

Преодолевая недостатки институционального подхода, функциональный подход порождает новые проблемы. Если при институциональном подходе возникают различные системы регулирования по отношению к одному и тому же виду деятельности, то при функциональном подходе за одной и той же финансовой организацией могут одновременно следить сразу несколько надзорных органов, что увеличивает ее издержки соответствия требованиям регуляторов.

Попытка перехода к функциональному подходу в практике работы надзорных органов показала его ограниченность, преодоление которой возможно только в рамках дальнейшей концентрации полномочий в едином органе регулирования и надзора финансовых рынков, т.е. в рамках перехода к мегарегулированию. Иногда функциональный подход не выделяется в качестве отдельного этапа, а характеризуется в качестве переходной формы от институционального подхода к интегральному.

При этом это изменение в подходах к определению поднадзорности уже предполагало и изменение самой модели финансового регулирования. Интегральный подход является составной частью уже принципиально иной регулятивной модели, **модели мегарегулирования** в полном смысле этого слова.

Интегральный подход предполагает, что существует единый универсальный регулятор, который осуществляет все функции надзора и контроля (включая контроль за обеспечением стандартов ведения бизнеса) в отношении поднадзорных организаций, представляющих все секторы и виды деятельности на финансовом рынке. Это так называемый «теоретически чистый» вариант. Но в реальности органы регулирования, распространяющие свои полномочия на все сегменты финансового рынка, за исключением (или частичным исключением) кредитных организаций, также чаще всего называются мегарегуляторами.

Однако интегральный подход обнаруживает свои собственные недостатки. Концентрация в рамках одного органа всех (или значительной части) полномочий по регулированию и надзору на всем финансовом рынке естественным образом ведет к концентрации конфликтов интересов, возникающих вследствие реализации мегарегулятором набора функций, которые обнаруживают иерархическую зависимость между собой при их применении к тому или иному сектору финансового рынка. Наибольшая концентрация конфликтов интересов при этом наблюдается в рамках центрального банка, выполняющего функции мегарегулятора (подробнее об этом ниже). Но и для мегарегуляторов, созданных вне рамок центральных банков, ситуация конфликта интересов, необходимости выбора между различными задачами и функциями (т.е. необходимости задания определенной их иерархии) может быть также свойственна. Опыт показал, что в рамках любого мегарегулятора некоторые задачи неизбежно оказываются взаимно противоречивыми.

Преодоление этого противоречия требует частичного возврата к функциональному подходу, но уже на новой ступени диалектического развития. Такой подход реализован в модели «*twin peaks*», в рамках которой набор функций каждого регулятивного органа составляется с прицелом на устранение конфликта между этими функциями.

Подход, характерный для модели «*twin peaks*», опирается на иные принципы, будучи основан на функциональном разделении регулирования по отдельным целям. Он предполагает распределение регуляторных (надзорных) функций между двумя агентствами: одно обеспечивает надзор в части безопасности и устойчивости как отдельных финансовых институтов, так и финансовой системы в целом, а другое фокусируется на контроле за обеспечением стандартов ведения бизнеса (защите прав потребителей финансовых услуг). В частности, в соответствии с этим подходом в большинстве видов финансовой деятельности может вводиться разделение между обслуживанием крупных («оптовых») и мелких (розничных) клиентов, с передачей последнего вида деятельности под надзор регулятора, отвечающего за обеспечение стандартов ведения бизнеса.

В целях противопоставления данного варианта регулирования традиционному институциональному (т.е. ориентированному на конкретный тип финансового института как объект надзора) и функциональному подходам (ориентированному на функции, которые осуществляет финансовый институт), отдельными исследователями он характеризуется как «целеориентированный» (*objectives-based*)¹.

¹ *Taylor M. W.* (2015). *Regulatory Reform after the Financial Crisis. Twin Peaks Revisited / Institutional Structure of Financial Regulation. Theories and International Experiences.* Ed. by R. Hui Huang and D. Schoenmaker. L. and NY: Routledge. P. 18.

Данный подход можно также охарактеризовать как **макрофункциональный**, для того чтобы, с одной стороны, подчеркнуть его исходные корни, лежащие в функциональных принципах определения поднадзорности, а с другой стороны, отграничить его от «старого» функционального подхода, подчеркнув, что это не просто возврат к функциональным принципам, а переход на новую, более высокую стадию развития.

1.5. Макропруденциальная политика (политика по обеспечению финансовой стабильности)

Одним из главных уроков международного финансового кризиса стала необходимость усиления акцента на макропруденциальном регулировании. Тот факт, что далеко не все риски финансового сектора могут быть выявлены и устранены на микроуровне отдельных организаций, сколь бы тщательному надзорному анализу они ни подвергались, требует формирования особого регулирующего контура, ответственного за макрориски. На глобальном уровне это направление деятельности получило развитие путем создания новой международной финансовой организации — FSB, Совета по финансовой стабильности. На национальном уровне государства стали применять различные подходы по организации макропруденциального регулирования, часть из которых оказалась связана с формированием мегарегуляторов.

Действительно, макропруденциальная политика должна осуществляться по всему спектру финансовых институтов и инструментов, иначе ее эффективность страдает: в 1992 г. ФРС попыталась ограничить кредитование банками фондовых брокеров и дилеров, а в 2006 г. — девелоперов коммерческой недвижимости. В обоих случаях неудовлетворенный спрос на банковский кредит был замещен другими финансовыми организациями, подрывая заявленные макропруденциальные намерения¹.

В литературе описаны три вида «провалов рынка», которые ведут к системным слабостям и требуют введения макропруденциального регулирования²:

- взаимосвязанность рынков и посредников, способная вызвать шоки в финансовой системе;
- факторы гомогенности, генерирующие эффекты высокой корреляции между различными финансовыми институтами и рынками;
- панические продажи финансовых активов, которые могут привести к поступательному снижению их рыночных цен и подрыву состояния балансов финансовых организаций.

¹ *Eichengreen B.* (2015). The Promise and Peril of Macroprudential Policies, Project Syndicate, August 7th. URL: www.project-syndicate.org/commentary/macprudential-policy-by-barry-eichengreen-2015-08.

² *De Nicolo G., Favara G. and Ratnovski L.* (2012). Externalities and Macro-Prudential Regulation, IMF Staff Discussion Note, 12/05.

Соответственно, задачи макропруденциальной политики заключаются в сглаживании последствий бизнес-циклов и финансовых циклов, устранении избыточных контагиозных эффектов взаимосвязанности и подверженности рыночных институтов аналогичным угрозам и рискам, а также предотвращении формирования «финансовых пузырей». Инструментарий включает проведение контрциклических мер, позволяющих сглаживать макроэкономические колебания и создавать финансовый буфер для периодов резкого накопления рисков; обеспечение «интернализации» финансовыми институтами скрытых макрорисков. В частности, возможно использование в качестве макропруденциального инструмента и основной (ключевой) инструментальной процентной ставки центрального банка, но поскольку это весьма мощное оружие, его применение должно мотивироваться наличием серьезной угрозы финансовой стабильности, не устраняемой другими доступными способами, и характеризоваться отсутствием риска подрыва достижения целей монетарной политики¹. В любом случае рынки должны хорошо понимать мотивацию действий регулятора и уметь предвосхищать его шаги.

Из приведенного описания следует, что макропруденциальная политика принципиально отличается от микропруденциальной. Несмотря на наличие общего корня, это две разные политики, которые могут сочетаться, а могут и не сочетаться в рамках одного регулирующего или надзорного органа. Для каждой из этих двух политик характерны свои наборы инструментов, и, пожалуй, единственное место, где эти политики частично пересекаются, — это надзор над системно значимыми финансовыми институтами, в отношении которых микропруденциальный надзор дополняется макропруденциальным надзором по причине того большого влияния, которое может оказать неустойчивость этой группы финансовых организаций на макроэкономическую стабильность.

Клаудио Борио представил различия между макропруденциальной и микропруденциальной политикой в следующем виде (табл. 1).

Таблица 1

Особенности макро- и микропруденциального регулирования

	Макропруденциальное	Микропруденциальное
Операционная цель	Ограничение системных потерь	Ограничение потерь конкретных институтов
Стратегическая цель	Защита экономической стабильности	Защита потребителей (инвесторов)
Характеристика риска	Эндогенный (коллективные действия)	Экзогенный (индивидуальные действия)

¹ Eichengreen B. Op. cit.

Окончание табл. 1

	Макропруденциальное	Микропруденциальное
Корреляции и связи между различными институтами	Важны	Не важны
Направление контроля	Сверху вниз	Снизу вверх

Источник: Borio C. (2003). Towards a macro-prudential framework for financial supervision and regulation? // BIS Working Papers. No. 128.

Сегодня общепризнанным считается мнение, что макропруденциальная политика является скорее искусством, чем строгой наукой. При ее осуществлении важно разделение между заранее установленными правилами и дискрецией регулятора. В этом макропруденциальная политика сходна с монетарной, но последняя даже лучше может быть описана фиксированным набором принципов и правил, включая триггеры реакции регулятора и сами эти реакции. Так, О. Бланшард считает, что макропруденциальную политику отличает от стандартного финансового регулирования именно фактор динамического приспособления¹. При этом как измерение системного риска по различным направлениям его формирования, так и реакция регулятора всегда содержат в себе значительный элемент неопределенности. В этой связи необходимой представляется консолидация статистических и аналитических ресурсов с целью максимально полного покрытия возможных факторов риска при одновременном обеспечении единоначалия в принятии решений о непротиворечивом применении инструментов макропруденциальной политики и при коммуникации с рынками.

Первый фактор уязвимости возникает при информационном обмене, в ходе которого каждое агентство пытается сформировать картину происходящего, исходя из своих собственных интересов. Центральный банк, как правило, представляет собой единственный институт, объединяющий экспертизу в сфере макроэкономики и финансовых рынков, что тоже может приводить к искажениям совместных представлений о системных рисках. Второй фактор уязвимости связан с разделением функций принятия решений и проведения их в жизнь, а также единой интерпретации проводимых мероприятий.

Есть два наиболее распространенных решения по координации макропруденциальной политики — возложение этой роли на центральный банк и создание специального совета, осуществляющего такую координацию. В первом случае многие информационно-аналитические и административные функции могут быть довольно органично интегрированы центральным банком. Однако недостаток вовлеченности других

¹ URL: <http://blog-imfdirect.imf.org/2015/05/01/ten-take-aways-from-the-rethinking-macro-policy-progress-or-confusion/>.

регулирующих агентств в указанный процесс может быть чреват умолчаниями и ошибками при передаче информации и недостаточным учетом отраслевых данных при принятии и исполнении решений центральным банком. Это может быть особенно важным в случае выделения функций микропруденциального регулирования из центрального банка, а также при наличии возможностей отраслевого лобби влиять на позиции регуляторов (скажем, в случае, когда финансирование органов регулирования осуществляется за счет регулируемых институтов). Дополнительный конфликт интересов возникает в связи с возможной противоречивостью целей монетарной и макропруденциальной политик, возложенных на единый орган.

В свою очередь, в случае создания специального коллегиального органа, ответственного за финансовую стабильность, ряд недостатков описанной выше схемы может быть устранен: все агентства оказываются вовлечены в принятие решений, и их диалог должен способствовать выработке наиболее приемлемого итогового варианта. Однако достижение консенсуса, а также единство коммуникации с рынками в таких условиях могут быть затруднены, особенно если часть агентств не обладают политической и финансовой независимостью. Отсутствию идеального институционального дизайна требует наличия определенного набора простых фиксированных правил и принципов и ограничения дискреции при выработке и реализации макропруденциальной политики¹.

1.6. Современные требования к финансовому регулятору

Современные требования к финансовым регуляторам сконцентрированы в концептуальных документах международных финансовых организаций, аккумулирующих опыт регулирования и надзора на финансовых рынках. Данные организации были сформированы в период господства так называемой «отраслевой» модели финансового регулирования и поэтому построены по отраслевому принципу. IOSCO объединяет регуляторов рынка ценных бумаг, Международная ассоциация органов страхового надзора — регуляторов и (или) надзорные органы страховых рынков, Базельский комитет банковского надзора — надзорные органы банковского сектора.

В документах IOSCO значительное количество рекомендаций в той или иной степени касаются требований, предъявляемых к финансовым регуляторам. Наиболее общие требования содержатся в главном документе IOSCO — «Цели и принципы регулирования рынков ценных бумаг».

¹ *Agur I. and Sharma S. (2015). Rules, Discretion and Macro-Prudential Policy / Institutional Structure of Financial Regulation. Eds. R. Hui Huang and D. Schoemaker. Rutledge. P. 52–55.*

Вставка. Требования IOSCO к регуляторам рынков ценных бумаг

Последняя редакция «Целей и принципов...» IOSCO формулирует следующие принципы для регуляторов¹:

1. Обязанности регулятора должны быть ясно и предметно определены.
2. Регулятор должен быть операционно независимым и одновременно подотчетным в исполнении своих функций и полномочий.
3. Регулятор должен иметь адекватные полномочия, надлежащие ресурсы и способность выполнять свои функции и осуществлять свои полномочия.
4. Регулятор должен обеспечивать ясный и последовательный процесс регулирования.
5. Штат регулятора должен соответствовать самым высоким профессиональным стандартам, включая соответствующие стандарты конфиденциальности.
6. Регулятор должен иметь или поддерживать процесс мониторинга, снижения и управления системным риском соответственно своему мандату.
7. Регулятор должен иметь или поддерживать процесс регулярного пересмотра периметра (области) регулирования.
8. Регулятор должен постоянно убеждаться, что конфликты интересов и разбалансировки стимулов устранены, ликвидированы, раскрыты либо управляются иным способом.

Международная ассоциация органов страхового надзора (IAIS) в своем ключевом документе «Insurance Core Principles, Standards, Guidance And Assessment Methodology»² также определила принципы организации и деятельности органа страхового надзора.

Вставка. Требования IAIS к органам страхового надзора

Общие положения для органа страхового надзора прописаны в принципах 2–5, в которых четко утверждена совокупность целей надзора, которые не должны быть подвержены произвольным изменениям в зависимости от политической конъюнктуры, и их закрепление должно ограничивать ответственность страхового надзора, обеспечивать его предсказуемость для страховщиков и сделать прозрачными для общественности рабочие процессы надзорной службы.

Надзорный орган должен быть независимым и предсказуемым в отношении исполнения своих функций и использования инструментов. Законодательно должно быть четко установлено, кто отвечает за страховой надзор — это мо-

¹ Objectives and Principles of Securities Regulation. IOSCO, June 2010. С. 4. URL: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>.

² IAIS. Insurance Core Principles, Standards, Guidance And Assessment Methodology. 1 October 2011 (amended 12 October 2012, amended 19 October 2013). URL: http://iaisweb.org/modules/icp/assets/files/Insurance_Core_Principles__Standards__Guidance_and_Assessment_Methodology__October_2011__revised_October_2013_.pdf.

жет быть как единый орган, так и несколько структур (например, Министерство и служба страхового надзора).

Вопросы назначения и смещения с поста руководителей надзорного органа должны быть четко урегулированы и прозрачны для третьих лиц. Надзорная служба и ее сотрудники должны быть поставлены в положение, при котором они могут выполнять свои задачи без давления со стороны политических кругов, правительства и страховых компаний. Не должно допускаться директивных указаний со стороны какого-либо министерства в части предмета ведения надзорного органа.

Надзорная служба должна быть независимой также в бюджетном отношении. Бюджет должен быть достаточным для проведения эффективной работы, и надзор должен быть в состоянии при необходимости привлекать экспертов со стороны для решения определенных задач.

В «Ключевых принципах эффективного банковского надзора» Базельского комитета банковского надзора требования к регулятору банковского сектора более обширны и развернуты в сравнении с рынками ценных бумаг и страховых услуг¹. Эти требования (ключевые принципы) дополняются также критериями оценки соответствия регуляторов данным ключевым принципам.

Вставка. Требования Базельского комитета к банковским регуляторам

1. *Обязанности, цели и полномочия.* Эффективная система банковского надзора должна иметь четко определенные обязанности и цели для каждого регулятора, вовлеченного в процесс банковского надзора и надзора в отношении банковских групп. Законодательная база банковского надзора должна обеспечивать регуляторов законными полномочиями.
2. *Независимость, подотчетность, ресурсное обеспечение и правовая защита надзорных органов.* Надзорный орган обладает операционной независимостью, прозрачными процессами, доброкачественным управлением, не подрывающими автономию процессами бюджетирования и адекватными ресурсами.
3. *Сотрудничество и взаимодействие.* Законы и другие нормативные акты должны создавать основу для сотрудничества и взаимодействия с другими национальными регуляторами и с иностранными надзорными органами.
4. *Разрешенные виды деятельности.* Виды деятельности, осуществляемые институтами, подвергаемыми лицензированию и надзору в качестве банков, должны быть четко определены, а использование термина «банк» в названии институтов — контролироваться.

¹ Basel Committee on Banking Supervision. Core Principles for Effective Banking Supervision. September 2012. Bank for International Settlements, 2012. P. 21–39. URL: <http://www.bis.org/publ/bcbs230.pdf>

5. *Критерии лицензирования.* Лицензирующий орган имеет право устанавливать критерии и отклонять заявки учреждений, не отвечающих этим критериям.
6. *Значительные изменения структуры собственности банков.* Надзорный орган имеет право рассматривать, отклонять и налагать условия в отношении любых предложений по значительным изменениям структуры собственности банков.
7. *Крупные приобретения.* Надзорный орган имеет право рассматривать, отклонять и налагать условия в отношении любых крупных приобретений и инвестиций, осуществляемых банками.
8. *Подходы к надзору.* Эффективная система банковского надзора требует, чтобы надзорный орган развивал и поддерживал перспективную оценку рисков отдельных банков и банковских групп пропорционально их системной значимости; выявлял, оценивал и устранял риски банковской системы в целом; имел основания для раннего вмешательства и оздоровления банков, если они становятся нежизнеспособными.
9. *Инструменты и технологии надзора.* Надзорный орган использует приемлемые инструменты и технологии для реализации надзорных подходов, применяет ресурсы надзора на пропорциональной основе, принимая во внимание профиль риска и системную значимость банков.
10. *Надзорная отчетность.* Надзорный орган собирает и анализирует отчеты и статистику банков и самостоятельно проверяет эти данные.
11. *Полномочия надзорных органов* по корректировке и санкциям. Надзорный орган действует как ранняя стадия обнаружения небезопасных практик, которые могут представлять опасность для банков или банковской системы.
12. *Консолидированный надзор.* Важным элементом банковского надзора является то, что надзорный орган контролирует банковскую группу на консолидированной основе, применяя при необходимости пруденциальные нормы ко всем аспектам бизнеса банковской группы.
13. *Принципы взаимодействия внутренних и иностранных регуляторов.* Органы различных государств, осуществляющие надзор в отношении транснациональных банков, должны обмениваться информацией, сотрудничать и эффективно предотвращать кризисные ситуации. Операции иностранных банков должны надзираться по тем же стандартам, что и операции национальных банков.

Как уже отмечалось, формирование международных регулятивных организаций происходило в период господства отраслевой модели финансового регулирования. В период кризиса 2007–2009 гг. потребовалось найти адекватные механизмы и институты координации усилий международных организаций, сформированных по отраслевому принципу и соответствующим образом формулировавших принципы дея-

тельности и требования к финансовым регуляторам, чтобы обеспечить эффективность финансового регулирования в условиях преобладания финансовых конгломератов и все более консолидирующихся рынков финансовых услуг.

Функции интеграторов, связывающих воедино усилия отраслевых объединений регуляторов, сыграли «Группа 20» на политическом уровне и Совет финансовой стабильности на уровне принятия практических мер. Последний стал правопреемником Форума финансовой стабильности, который осуществил интеграцию стандартов отраслевых объединений регуляторов в единую относительно стройную систему, направленную на обеспечение финансовой стабильности на современных финансовых рынках.

Сближение и унификация стандартов различных отраслевых секторов регулирования, наблюдавшиеся и до кризиса 2007–2009 гг., существенно усилились вследствие работы Совета финансовой стабильности, и в результате были созданы условия для более или менее адекватного использования данных стандартов в период перехода к этапу консолидированного надзора и интегральной модели регулирования.

Однако с появлением модели «twin peaks» снова встает целый ряд вопросов, не находящих полноценного отражения в существующих принципах, в первую очередь вопрос взаимодействия органов регулирования, конституирующих эту модель. Сложившиеся принципы регулирования адресуются единому регулятору, не разделенному по «макрофункциональному» принципу. Поэтому, видимо, с дальнейшим распространением модели «twin peaks» потребуются уточнение сформулированных принципов финансового регулирования и надзора, включая требования к финансовым регуляторам.

Необходимо также отметить, что существующие принципы финансового регулирования применительно к различным секторам финансового рынка, несмотря на их постоянную унификацию, сохраняют различные подходы. Прежде всего это касается различия принципов банковского надзора и регулирования фондового рынка в части защиты инвесторов (клиентов). Принципы банковского надзора в значительной мере (в том числе в части требований к регулятору) нацелены на обеспечение устойчивости отдельных коммерческих банков и банковских групп, а также на предотвращение системного риска, в то время как вопросы защиты интересов клиентов банков остаются в рамках этих принципов на втором плане. Принципы регулирования фондового рынка, напротив, основаны на представлении о защите инвесторов как одной из ключевых целей регулирования, и, соответственно, требования к фондовым регуляторам в значительной мере это учитывают. Принципы регулирования и надзора на страховом рынке также ориентированы преимущественно на защиту интересов клиентов (страхователей).

Следствием данного различия подходов к регулированию/надзору может стать возникновение дополнительного конфликта интересов в рамках мегарегулятора, сформированного на основе национального банка. Мегарегуляторы, действующие вне системы центрального банка, напротив, могут недооценивать важность обеспечения устойчивости финансовых институтов.

ГЛАВА 2

ИСТОРИЯ СМЕНЫ МОДЕЛЕЙ ФИНАНСОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ

Ретроспективно можно выделить три этапа развития финансовых рынков и три соответствующие им стандартные модели финансового регулирования: протоотраслевую, отраслевую (секторальную) и консолидированную¹. Такое выделение делается нами на основе рассмотрения истории изменения моделей финансового регулирования в тех странах, в которых существовали более или менее развитые финансовые рынки и органы их регулирования.

2.1. Протоотраслевая модель²

На ранних стадиях развития финансовых рынков функция регулирования не выделялась в качестве обособленной; отдельные функции данного рода принадлежали профильным подразделениям национальных правительств (как правило, министерствам финансов).

В частности, в Российской империи регулятивные функции по надзору за биржевой торговлей были в начале XIX в. указом императора Александра I возложены на Министерство финансов. Вместе с тем значительная роль отводилась специальным законам (до 1800 г. — законам Петра I, а в течение XIX в. было принято несколько законов, сформировавших законодательную основу для развития финансового рынка, — Закон об акционерных компаниях 1836 г., Устав кредитный 1857 г. и последующие).

Протоотраслевая модель регулирования действовала тогда, когда секторальное разделение финансового рынка еще не приняло отчетливых форм и нормативная база регулирования находилась в зачаточном со-

¹ Буклемишев О. В., Данилов Ю. А., Кокорев Р. А. (2015). Мегарегулятор как результат эволюции финансового регулирования // Вестник Московского университета. Серия 6: Экономика. № 4. С. 52–74.

² Мы применили данный термин с целью подчеркнуть, что соответствующий этап развития модели финансового регулирования, когда еще не существовало разделения финансового рынка на секторы (отрасли) и объектом регулирования являлся финансовый рынок в целом, предшествовал этапу доминирования полноценных отраслевых (секторальных) моделей финансового регулирования.

стоянии. Регулятивные цели и функции еще только вырабатывались, и основные меры принимались регуляторами по принципу *ad hoc*.

Протоотраслевая модель соответствовала внутренней структуре финансового рынка до тех пор, пока специализация видов деятельности на этом рынке не привела к возникновению ситуаций, в которых ничем не ограничиваемое совмещение видов деятельности вело к взрывной мультипликации рисков. История развития американского финансового рынка демонстрирует, что возникновение в конце XIX — начале XX в. инвестиционных банков, специализировавшихся на операциях с ценными бумагами, не подрывало существовавшую в то время систему регулирования финансового рынка, в которой инвестиционные банки попадали преимущественно под биржевое регулирование.

Однако совмещение в рамках одной финансовой организации деятельности коммерческого банка с операциями с ценными бумагами и (или) с кредитованием таких операций в начале XX в. достаточно быстро привело вследствие наложения рисков различной природы друг на друга к биржевому краху 1929 г., наиболее мощному кризису за всю историю финансовой системы. В первые три десятилетия XX в. в США коммерческие банки активно занимались операциями с ценными бумагами (к 1931 г. 285 национальных коммерческих банков были вовлечены в эти операции) и одновременно активно кредитовали частных инвесторов (напрямую или через брокеров) на покупку акций (40% всех инвесторов покупали акции в кредит под очень незначительное обеспечение)¹.

В определенной мере появление в России «финансовых пирамид» в 1990-е гг. также было связано с протоотраслевым характером финансового регулирования, существовавшего в то время. Это стало возможным из-за отсутствия специального законодательства и соответственно регулятора, который бы был уполномочен осуществлять контроль за небанковскими финансовыми организациями, занимающимися привлечением денег населения.

Среди финансовых организаций исторически первым стало осуществляться регулирование банковского сектора. Однако на протоотраслевом этапе финансового регулирования оно сводилось фактически к минимальному объему норм, установленному уполномоченным государственным органом. Переход от протоотраслевого этапа к этапу отраслевого регулирования характеризовался, как правило, появлением полноценного Центрального банка, выполняющего функции кредитора последней инстанции, а также в рамках отраслевой модели регулирования — функции отраслевого регулятора.

¹ Рубцов Б. Б. (2000). Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. М.: Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации. С. 184.

Достаточно вспомнить, что Федеральная резервная система в США была создана в 1913 г., но отраслевое банковское регулирование сформировалось только в 1930-х гг., в том числе с принятием Банковского акта (Banking Act).

Аналогичным образом шел процесс формирования центрального банка в Китае. Формально Народный банк Китая стал национальным банком в 1979 г., после выделения из него специализированных банков. Но он, во-первых, продолжал кредитовать предприятия и, во-вторых, оставался фактически частью правительства. Лишь в 1995 г., с принятием законов о центральном банке и коммерческих банках, Народный банк Китая стал полноценным центробанком, имеющим, в том числе, соответствующие правоустанавливающие и надзорные полномочия в отношении банковского сектора¹.

Для протоотраслевой модели, как правило, характерна ведущая роль фондовой биржи в регулировании операций с ценными бумагами (равно как и ведущая роль бирж в регулировании срочного рынка). Если объем норм, устанавливаемых в отношении фондового рынка и рынка производных финансовых инструментов государственным органом, уполномоченным на регулирование в области финансового рынка, изменялся в рамках протоотраслевой модели достаточно медленно, то нормы биржевого регулирования умножались по мере роста объема биржевой торговли и количества ситуаций, в которых требовалось установление формальных правил.

В Китае почти полностью стихийное развитие рынка акций в конце 1980-х гг. потребовало сначала организации фондовых бирж (в 1990 г. были учреждены Шанхайская и Шеньчжэньская фондовые биржи) и саморегулируемой организации (в 1991 г. была создана Ассоциация участников фондового рынка), затем — учреждения специальных органов государственного регулирования и надзора (в 1992 г. были созданы Комиссия по ценным бумагам при Госсовете КНР и Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг, объединенные в 1998 г. в единый орган) и создания законодательной базы (в 1993 г. был принят Закон о компаниях, в 1995 г. — Закон о центральном банке и Закон о коммерческих банках, в 1998 г. — Закон о ценных бумагах и Закон об инвестиционных фондах).

Фактически до 1992 г. китайский финансовый рынок характеризовался протоотраслевой моделью регулирования, в которой функции государственного регулирования выполнял непосредственно Госсовет (пра-

¹ Однако следует также указать на продолжение этой истории — в 2003 г. Народный банк Китая лишился функций регулирования и надзора в отношении банковского сектора, передав их вновь созданному органу — Комиссии по регулированию банковской деятельности. В результате в настоящее время Народный банк Китая выполняет только функции центрального банка без каких-либо полномочий в области регулирования и надзора банковской системы. Кроме того, Народный банк не обладает независимостью и по-прежнему обременен рядом функций, не свойственных современным центральным банкам.

вительство) КНР (либо до 1986 г. — Министерство финансов, и после 1986 г. — Народный банк Китая, подчинявшийся в то время Госсовету) и региональные правительства (в первую очередь правительство Шанхая), функции надзора в ряде секторов финансового рынка выполнял Народный банк Китая, при этом элементы организации фондового рынка возникли только с созданием фондовых бирж. Период развития китайского финансового рынка в 1978–1992 гг. в литературе получил наименование «стадии эмбрионального развития»¹.

Не претендуя на исчерпывающие обобщения, тем не менее предположим на основе анализа исторического опыта России, США и Китая, а также ряда других стран существование нескольких общих черт протоотраслевой модели:

- нормативная база состоит из законов и нормативных актов уполномоченного на регулирование/надзор финансового рынка государственного органа;
- уполномоченный государственный орган не являлся специализированным органом регулирования или надзора в области финансового рынка, эта функция была одной из дополнительных;
- уполномоченный государственный орган осуществлял регулирование/надзор в отношении всех видов финансовых организаций, не предполагая деления на секторы рынка;
- важнейшую роль в регулировании рынков ценных бумаг и срочного рынка играли биржи. В отдельных случаях их нормы непосредственно устанавливались верховной властью, в других случаях, напротив, как в США, они формировались исключительно членами бирж без всякого участия государства или ассоциациями участников рынка (или отдельного сегмента рынка);
- национальный банк сочетал в себе функции коммерческого банка и кредитора последней инстанции, не являясь регулятором или надзорным органом (функции регулирования/надзора возникали у него уже при переходе к отраслевой модели регулирования).

В рамках протоотраслевой модели макропруденциальная функция регулирования не осуществлялась, а микропруденциальную брали на себя в основном биржи и ассоциации участников рынка. Кроме того, сами участники финансового рынка пытались контролировать риски контрагента, в том числе через установление лимитов операций. Функция обеспечения правил ведения бизнеса реализовывалась как биржами и ассоциациями участников рынка, так и уполномоченным на регулирование/надзор финансового рынка государственным органом.

¹ См., например: *Daisong C.* (2009). *Legal Development in China's Securities Market during Three Decades of Reform and Opening-up* // Asia Law Institute, Working Paper Series. No. 005. August.

2.2. Отраслевая модель

Формирование специализированных финансовых регуляторов произошло на относительно поздней стадии развития финансового сектора. В США это произошло в период Великой депрессии (1929–1933), когда после глубокого кризиса возникло устойчивое понимание необходимости кардинального изменения философии регулирования. Принятие в США в 1933–1940 гг. массива законодательных актов по регулированию финансовых рынков и образование в 1934 г. специализированного регулятора — Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) стали знаковым шагом в переходе от преимущественно биржевого саморегулирования к полноценному государственному регулированию, построенному на «отраслевых» принципах. Создание государственного регулятора в момент глубокого рыночного кризиса было направлено в первую очередь на решение задачи защиты широкого круга инвесторов (в отличие от биржевого саморегулирования, которое было ориентировано в основном на решение внутрикорпоративных задач защиты брокеров/дилеров от недобросовестных действий контрагентов). Заметим, что и в будущем наступление серьезного финансового кризиса всякий раз, как правило, порождало глубокие изменения в философии и организации регулирования.

Становление отраслевой модели финансового регулирования в США ознаменовалось проведением четкого разделения между депозитными и инвестиционными организациями. Такое разделение прежде единой отрасли финансового посредничества на два совершенно не пересекающихся сегмента, вообще говоря, привело к резкому сокращению системных рисков.

В других странах принятие регулятивного законодательства часто заметно опережало образование отраслевого регулятора. В большинстве государств с развитыми финансовыми рынками такие регуляторы появились лишь во второй половине XX в., причем их полномочия изначально, как правило, были связаны с регулированием рынков ценных бумаг и лишь затем распространялись на другие сектора финансового рынка.

Таким образом, в течение периода, начинающегося с 30-х гг. XX в., в мире использовалось несколько моделей финансового регулирования, в основном организованных строго по «отраслевому» принципу:

- регуляторы, функции которых ограничивались одним сегментом финансового рынка.

В США Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC) отвечает только за рынок ценных бумаг, но регулирует также управляющие компании и инвестиционные фонды; в Швейцарии Федеральное бюро частного страхования является чистым отраслевым регулятором страхового сектора; в Китае Комиссия по регулированию банковской деятельности (China Banking Regulatory Commission) совместно с Народным банком Китая (People's Bank

of China) отвечает за банковский рынок, Комиссия по регулированию рынка страховых услуг (*China Insurance Regulatory Commission*) — за рынок страхования. В других странах с крупными и сложными финансовыми рынками столь же «чистых» примеров строго отраслевого регулятора к настоящему времени почти не осталось;

- регуляторы, полномочия которых распространялись на несколько секторов (чаще всего в рамках единого регулятора объединялись функции регулирования и надзора в отношении рынка ценных бумаг и срочного рынка).

В Китае Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг (China Securities Regulatory Commission) отвечает за рынок ценных бумаг и рынок производных финансовых инструментов. В Швейцарии регулирование рынка ценных бумаг и банковского сектора находится в ведении Федеральной банковской комиссии. Ближе к концу рассматриваемого периода стали консолидироваться в одном органе функции регулирования и надзора в отношении рынка ценных бумаг, срочного рынка и рынка страховых услуг, тогда как центральный банк продолжал отвечать за банковское регулирование (именно так регулирование было организовано в России в 2010–2012 гг.);

- в ряде стран полномочия по регулированию финансовых рынков и соответствующему надзору сохранялись у министерства финансов (например, в Японии — до 1998 г.¹).

Необходимым условием функционирования отраслевой модели финансового регулирования являлось поддержание нормативных барьеров между различными видами финансовой деятельности, исключаяющее регулятивный арбитраж (выбор поднадзорными структурами наиболее благоприятного для себя режима регулирования) и возникновение неконтролируемых сфер, где проводятся операции, функционально не соответствующие профилю основного регулятора. Примерами таких ограничений служит американское законодательство о разделении функций коммерческих и инвестиционных банков (Закон Гласса—Стигала), а также регулирование финансового рынка в Китае (законы 1994—1996 гг., в первую очередь закон о коммерческих банках), установившее строгое разделение между разными видами деятельности на этом рынке².

¹ Существовавшая в Японии в течение короткого времени после Второй мировой войны Комиссия по ценным бумагам и биржам была упразднена по окончании оккупации как институт, навязанный Японии против ее воли (см., например: *Рот А., Захаров А., Миркин Я., Бернгард Р., Баренбойм П., Борн Б.* (2002). Основы государственного регулирования финансового рынка. М. С. 132).

² Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика (2014) / Под ред. Я. М. Миркина. М.: Магистр. С. 326, 333; *Вахрушин И. В.* (2009). Рынок ценных бумаг КНР: состояние, развитие, перспективы. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. М. С. 43.

Важным фактором сохранения «отраслевого» характера регулирования и надзора остается также соотношение уровня издержек, связанных с выполнением поднадзорными организациями нормативных требований регулирующих органов, с принципами целесообразности (различным уровнем риска, принимаемого финансовыми институтами различных типов, а также с дифференциацией размеров таких институтов)¹. Так, например, надзорная нагрузка, которую несут коммерческие банки, может оказаться непосильной для большинства организаций других секторов финансового рынка.

В рамках отраслевой модели финансового регулирования макропруденциальная функция² обычно реализуется всеми регуляторами совместно; изначально посредством механизмов неформального взаимодействия, а в современных условиях — в возрастающей степени в рамках формальных коллегиальных структур типа советов финансовой стабильности. Советы финансовой стабильности (названия варьируются в разных странах мира) в последние годы создаются во многих странах мира под эгидой одноименной международной финансовой организации как инструменты межведомственной координации усилий по эффективному финансовому регулированию в целях обеспечения финансовой стабильности, минимизации системных рисков и поддержания устойчивости национальных финансовых рынков³.

Особая роль в реализации данной функции, как правило, отводится центральному банку, поскольку непосредственно регулируемый им банковский сектор является главным источником системного финансового риска. Это в первую очередь связано с императивом поддержания устойчивого функционирования платежной системы и с контагиозным характером банковских рисков в условиях современных банковских систем, основанных на неполном резервировании (*fractional-reserve banking*). Действительно, в кризисных ситуациях макропруденциальная функция центрального банка должна тесно корреспондировать с его микропруденциальными возможностями как секторального регулятора, в том

¹ Буклемишев О., Данилов Ю. (2013). Эффективное финансовое регулирование и создание мегарегулятора в России // Журнал Новой экономической ассоциации. № 3. С. 86–87.

² Необходимо отметить, что здесь и далее мы используем современные наименования функций финансового регулирования и надзора, несмотря на то что в рамках описываемых отраслевых моделей регулирования данные термины не использовались, а функции финансового регулирования и надзора могли описываться в рамках иных классификаций. Тем не менее мы считаем, что выделенные нами функции финансового регулирования и надзора начали реализовываться достаточно давно, несмотря на их иное институциональное упаковывание.

³ Один из наиболее активно функционирующих советов — Совет по надзору за финансовой стабильностью (*Financial Stability Oversight Council, FSOC*), созданный в 2011 г. в соответствии с Законом Додда—Франка в США.

числе в роли кредитора последней инстанции: от этого, в частности, зависит оперативное предоставление ликвидности системно значимым банковским институтам¹.

В свою очередь, микропруденциальная функция осуществляется всеми отраслевыми регуляторами в рамках их институциональной компетенции — отдельно по банкам, участникам рынка ценных бумаг и страховщикам. Контроль над стандартами ведения бизнеса (защита потребителей финансовых услуг) также организован по отраслевому признаку. Кроме того, различные аспекты этой функции иногда передаются специализированным агентствам.

При этом в отличие от надзорного акцента центрального банка мандат страховых и фондовых регуляторов гораздо в большей мере сосредоточен не на поддержке устойчивости отраслевых институтов (как правило, у небанковских отраслевых регуляторов отсутствуют соответствующие возможности и полномочия), а на защите интересов инвесторов. Специфика страховых, фондовых и других аналогичных рынков заключается еще и в том, что регуляторы часто делят надзорную компетенцию в части обеспечения необходимых стандартов ведения бизнеса с отраслевыми саморегулируемыми организациями (СРО).

Исторически функции отраслевых регуляторов нередко отправляли различные институты саморегулирования. На наш взгляд, именно в этом можно искать первопричину неоднократно использовавшегося механизма формирования отраслевого регулятора (а затем и мегарегулятора) на основе неправительственной организации, которая тем не менее затем получала государственные функции и полномочия, иной раз включая установление обязательных сборов с участников рынка. Это связано с тем, что в небанковских секторах финансового рынка значительная часть регулятивных норм первоначально вырабатывалась на основе механизмов саморегулирования (сначала создавшимися биржевыми сообществами, позднее — ассоциациями профессиональных финансовых посредников), и замещать эти установления аналогичными нормами законодательного уровня было бы нерационально.

Вынесение функций регулирования финансовых рынков и надзора за его участниками за рамки правительственных институтов и формирование отраслевых регуляторов создали проблему контроля за их деятельностью со стороны правительства или иных органов государственной власти. С течением времени во многих странах все более явно осознавалась необходимость обеспечения независимости регулирующего органа как фактора эффективности финансового регулирования. С другой стороны, предоставление независимости регуляторам не означает допущение их бесконтрольности. Проблема нахождения оптимальных форм общественного контроля над деятельностью частично или полностью неза-

¹ Буклемишев О., Данилов Ю. Указ. соч. С. 86.

висимых от правительств финансовых регуляторов в этой связи приобрела особую актуальность.

К настоящему моменту сложились две основные формы такого контроля за деятельностью финансовых регуляторов: подчиненность и подотчетность. Подчиненность независимого регулятора органам власти — фактически переходная форма от регулятора в составе органов исполнительной власти к независимому регулятору (институту в составе «широкого правительства» или неправительственному органу). Подотчетность регулятора означает его обязанность направлять регулярные отчеты о своей деятельности тому или иному органу государственной власти. Чаще всего в качестве таких органов выступают правительство в целом или министерство финансов, реже — президент или представительные органы власти.

2.3. Консолидированная (интегральная) модель регулирования

В 80-е гг. XX в. начался постепенный переход к консолидированной модели финансового регулирования/надзора. Первой страной, создавшей финансовый мегарегулятор, стал Сингапур. В 1977 г. регулирование и надзор на страховом рынке были переданы в ведение банковского регулятора Monetary Authority of Singapore. В 1984 г. ему же были переданы полномочия по регулированию и надзору в области рынка ценных бумаг. В результате был сформирован первый в мире финансовый мегарегулятор.

Среди стран с развитыми финансовыми рынками первой на путь консолидированной модели финансового регулирования перешла Норвегия. В 1983 г. произошло поглощение Банковской инспекцией Комиссии по ценным бумагам, а в 1986 г. состоялось объединение Банковской инспекции и Совета по страхованию, приведшее к созданию первого интегрированного надзорного органа в западном мире (Kredittilsynet¹).

Первые реализованные проекты по формированию мегарегуляторов использовали в качестве базового органа орган банковского регулирования и надзора, к которому постепенно присоединяли полномочия по регулированию и надзору других сегментов финансового рынка. Позднее более типовым стал другой вариант, предполагающий использование в качестве базового органа регулятора в сфере рынка ценных бумаг, к которому последовательно присоединяли полномочия в сфере регулирования и надзора на срочном рынке, на рынке коллективных инвестиций, на рынке пенсионных фондов, на рынке страховых услуг и в заключение — в банковском сегменте. Многие страны в настоящее время

¹ В 2009 г. получил новое название — Finanstilsynet, норвежское название, соответствующее англоязычному обозначению FSA.

характеризуются наличием двух отраслевых, но частично интегрированных финансовых регуляторов — как правило, мегарегулятора небанковского сектора и банковского регулятора, в роли которого выступает центральный (национальный) банк¹.

Серьезное теоретическое обсуждение вопросов финансового регулирования и надзора, по сути, развернулось лишь в 90-х гг. XX в.; до этого работы по данному вопросу встречаются лишь эпизодически². Начало активной дискуссии по вопросам архитектуры финансового регулирования было положено классической публикацией 1995 г. Майкла Тейлора, в которой приводилось обоснование новой регулирующей структуры, основанной на функциональном принципе («twin peaks»)³. Один из ключевых тезисов автора, постепенно завоевавший широкую поддержку среди исследователей и практиков, заключался в том, что сам по себе выбор конкретной конфигурации регулирующих органов имеет серьезное значение. Появление этой работы было связано с широким распространением в Великобритании в начале 90-х гг. XX в. представлений о том, что традиционная отраслевая, или «тройственная» (банковский, страховой и фондовый регуляторы), структура национальных регулятивных органов в условиях возрастающей интеграции финансовых институтов и рынков перестала соответствовать современным требованиям⁴. Ближе к концу десятилетия данная дискуссия оживилась благодаря фундаментальным изменениям, вносимым в регулятивные структуры в целом ряде государств — как развитых, так и развивающихся. Австралия, Великобритания, Нидерланды, Германия, Ирландия, Корея, Япония и другие страны либо приступили к институциональным реформам, либо объявили об их скором начале.

Особая роль в переменных принадлежала скандинавским странам, которые раньше других перешли к интеграции своих регулирующих институтов после охватившего эти страны в начале 1990-х гг. острого кризиса, как полагают многие, первого системного финансового кризиса в мире. Тогда же появился часто использовавшийся позже аргумент, что в малых странах регулирование финансового сектора не может быть организовано по отраслевому принципу — хотя бы в силу неэффективности образования отдельных специализированных агентств⁵.

¹ Впрочем, есть и исключения из этого правила. Так, в Мексике мегарегулятор небанковского сектора успел поглотить и регулирование банковского сектора, но при этом продолжает существовать независимый отраслевой регулятор страхового рынка.

² *Masciandaro D., Quintyn M.* (2015). The Governance of the Financial Supervision: Recent Developments // *Journal of Economic Surveys*. Vol. 30. No. 5. P. 982–1006.

³ *Taylor M. W.* (1995). «Twin Peaks». A Regulatory Structure for the New Century. Center for the Study of Financial Innovation, 20, December.

⁴ *Taylor M. W.* (2015). Regulatory Reform after the Financial Crisis. Twin Peaks Revisited. Institutional Structure of Financial Regulation. Eds. R. *Hui Huang and D. Schoenmaker*. P.13.

⁵ *Masciandaro D., Quintyn M.* Op. cit. P. 982–1006.

Процессы финансового дерегулирования, наиболее активно протекавшие в последние десятилетия XX в. и в самом начале XXI в. — вплоть до начала глобального финансового кризиса в 2007 г., — привели к беспрецедентной интеграции различных рынков и инвестиционных продуктов, а также к прогрессу конгломерации, развитию финансовых институтов, одновременно осуществляющих свои операции на различных рыночных сегментах. Символом победы тенденции финансового дерегулирования стала отмена в США в 1999 г. закрепленного в Законе Гласса—Стигалла 1933 г. жесткого разграничения операций коммерческих и инвестиционных банков, что окончательно устранило барьеры для кросс-секторной конгломерации. Впрочем, к 1999 г. этот закон уже фактически не действовал, а процесс конгломерации фактически стал необратимым, о чем свидетельствовало слияние в 1987 г. крупнейшего международного коммерческого банка Citicorp и инвестиционно-страховой группы Travelers. Конгломерация была наиболее заметна на небольших национальных рынках, где сложилась ситуация безраздельного господства нескольких сверхкрупных для этих рынков игроков. Так, в Нидерландах на рубеже веков финансовые конгломераты контролировали 90% банковской отрасли, 70% операций на рынке ценных бумаг и 60% страхового рынка¹.

Таким образом, регуляторы по всему миру столкнулись с новым для себя вызовом — стало необходимым оценивать не только риски каждой линии бизнеса, но и их потенциальное воздействие на совокупные позиции финансового конгломерата. В качестве первоначальной реакции на этот вызов IOSCO, Международная ассоциация страховых регуляторов и Базельский комитет банковского надзора (BIS) рекомендовали законодательно выделить так называемого «ведущего регулятора», который отвечал бы за регулирование финансового института в том случае, если он осуществляет свою деятельность в различных секторах финансового рынка². Но в силу заметных отличий стандартов учета, бизнес-моделей, профилей риска, каналов дистрибуции и других существенных характеристик в различных финансовых секторах их специализированным регуляторам в общем случае было довольно сложно адекватно отреагировать на принципиальное изменение рыночных реалий, и в результате часть институтов, операций и продуктов фактически оказалась вне всякого регулирования. В то же время в ряде государств попытались организовать параллельное предоставление отчетности (часто существенно раз-

¹ *Kremers J., Shoenmaker D., and Wierts P.* (2003). Cross-Sector Supervision: Which Model? // *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, edited by R. Herring and R. Litan. P. 225–243.

² *Supervision of Financial Conglomerates* (1999). Documents jointly released by the International Organization of Securities Commissions, the International Association of Insurance Supervisors and the Basle Committee on Banking Supervision. February.

личающейся по своей направленности и содержанию) сразу в несколько регулирующих инстанций, но это лишь привело к увеличению издержек надзора, не сказываясь позитивно на его качестве¹.

Главная угроза финансовой стабильности заключалась в том, что процессы конгломерации существенно увеличили потенциал развития и распространения системных рисков. Кроме того, росту системных угроз также способствовали глобализация и интернационализация финансовых рынков: в результате сближения финансовых систем различных стран контагиозные факторы унифицируются, а потенциальный объем потерь возрастает.

Таким образом, в условиях неконсолидированного регулирования появлялись зоны, которые генерировали системный риск, но практически не были подконтрольны какому-то определенному регулятору — например, секьюритизация, внебиржевые производные инструменты, сделки РЕПО, деятельность инвестиционных банков. Именно эти зоны впоследствии стали детонаторами глобального финансового кризиса 2007–2009 гг.

На настоящий момент можно выделить четыре ключевые характеристики развития глобального финансового рынка, которые способствуют увеличению системного риска²:

- участники рынка ценных бумаг наряду с банками и страховыми компаниями активно участвуют в процессах укрупнения, что способствует повышению системного риска за счет интенсификации трансляции риска внутри отдельных секторов и стран;
- крупнейшие инвестиционные фирмы становятся все более аффилированными с коммерческими банками и (или) страховыми компаниями в рамках финансовых конгломератов, что повышает системные угрозы за счет трансляции рисков между секторами финансового рынка;
- интернационализация крупнейших инвестиционных компаний продолжает нарастать, что повышает системный риск в части его внутрифирменной трансляции между странами;
- сформировано единое пространство повышенного уровня риска, идеально подходящее для трансляции рисков в любой сектор финансового рынка и любую страну мира — рынок деривативов, особенно его внебиржевой сегмент.

Подчеркнем, что выделенные выше факторы не являются лишь отражением процессов, происходящих внутри финансового сектора. Такова реакция финансовых рынков на потребности, формируемые в рам-

¹ Буклемишев О. Данилов Ю. (2013). Эффективное финансовое регулирование и создание мегарегулятора в России // Журнал Новой экономической ассоциации. № 3. С. 82–83.

² Franklin A., Herring R. (2001). Banking Regulation versus Securities Market Regulation // The Wharton School University of Pennsylvania. WP No. 01–29. P. 34–36.

ках социально-экономической системы в целом. Интернационализация финансового бизнеса идет следом за аналогичными процессами в сферах предпринимательства и инвестиций. Глобализация требует диверсификации, интернационализации и укрупнения транснациональных корпораций, соответственно финансовые организации для обеспечения адекватного обслуживания наиболее крупных и привилегированных клиентов стремятся соответствовать их новым запросам. Они максимально расширяют линейку сберегательно-инвестиционных продуктов, становясь финансовыми холдингами; открывают представительства и филиалы во многих странах мира; активно участвуют в процессах слияний и поглощений в целях укрупнения, чтобы соответствовать запросам своих главных клиентов, в том числе с точки зрения необходимого объема финансирования.

Так, только за период 2003–2006 гг. объем иностранных ценных бумаг во владении инвесторов США почти удвоился (с 3,1 до 6,0 трлн долл.)¹. Несмотря на некоторый откат финансовой глобализации, наблюдаемый после кризиса, этот процесс в недалеком будущем, скорее всего, вновь интенсифицируется².

Среди отмеченных факторов распространения системного риска следует обратить особое внимание на последний, возрастающее значение рынка деривативов. Оборот биржевых сделок с производными финансовыми инструментами различных типов (по стоимости базисных активов) за последнее десятилетие вырос в 4,4 раза³. Однако обороты внебиржевых сделок прирастали гораздо быстрее: за период 1989–2007 гг. годовой объем заключенных финансовых производных контрактов (процентные и валютные свопы, процентные опционы) вырос с 2,5 до 382 трлн долл. (по стоимости базисных активов)⁴. Стоимость открытых позиций на рынках производных финансовых инструментов (суммарно, биржевых и внебиржевых) выросла за период 1990–2013 гг. с 5,4 трлн долл. до 783 трлн долл., что составляет 1045% к мировому ВВП⁵. Столь большой объем обязательств уже сам по себе является потенциально сильным фактором воздействия на мировую экономику. Но в дополнение к значительному росту количественных характеристик, как показал опыт глобального кризиса 2007–2009 гг., на рынке (особенно внебиржевом) производных инструментов сформировались самостоятельные ис-

¹ Report on U. S. Portfolio Holdings of Foreign Securities as of December 31, 2006. by Department of the Treasury, the Federal Reserve Bank of New York, and the Board of Governors of the Federal Reserve System, November 2007. URL: www.ustreas.gov/tic/shc2006r.pdf

² Global Flows in a Digital Age (2014). McKinsey Global Institute, April.

³ Рассчитано по данным Мировой федерации бирж.

⁴ ISDA Market Review. URL: www.isda.org/statistics/pdf/ISDA-Market-Review-historical-data.pdf.

⁵ Рассчитано по данным Банка международных расчетов.

точники системного риска, по своему механизму отличные от кредитно-банковских, но не менее опасные.

Поэтому значение устранения системного риска в иерархии целей регулирования финансовых рынков увеличивается; борьба с системным риском становится необходимым условием эффективности регулирования. Соответственно, изменяются требования к регулятивным институтам, во многом предопределяя постепенный переход к новой философии регулирования финансовых рынков, мегарегулированию.

Консолидированный этап регулирования отмечен созданием новых моделей регулятивных органов, построенных по надотраслевому принципу, т.е. распространявших свои полномочия сразу на несколько секторов финансового рынка или даже на весь национальный финансовый рынок. Такие институты получили в литературе название *мегарегуляторов*. В течение десятилетия после азиатского финансового кризиса 1998 г. большинство стран приступили к такого рода реформам, причем наибольшей активностью преобразований характеризовались в первую очередь страны с высоким уровнем дохода и развитыми финансовыми рынками¹.

В целом можно указать на следующие основные причины перехода к консолидированному регулированию и формированию мегарегуляторов:

1. Активное формирование финансовых конгломератов, все более широкое распространение диверсификации продуктов и услуг, предоставляемых финансовыми организациями своим клиентам.

2. Резкое расширение возможностей по трансляции рисков между различными секторами финансового рынка, в том числе за счет распространения финансовых инноваций и развития новых секторов финансового рынка (рынков производных финансовых инструментов, секьюритизированных инструментов и других сложных финансовых продуктов и т.д.).

3. Отсутствие запрета на участие кредитных организаций в операциях с ценными бумагами и иными высокорискованными финансовыми инструментами в условиях, когда именно банки являются основными носителями рисков разной природы и их «трансформаторами» между различными секторами финансового рынка.

4. Сближение принципов и стандартов регулирования в различных секторах финансового рынка во всемирном масштабе, ведущее к унификации целей и задач регулирования, а следовательно, и механизмов регулирования, надзора и контроля.

5. Необходимость унификации стандартов деятельности различных финансовых институтов в отдельных областях деятельности на финансовом рынке (например, в области ограничений по структуре инвестирования в различные инструменты).

¹ Masciandaro D., Quintyn M. (2015). The Governance of the Financial Supervision: Recent Developments // Journal of Economic Surveys. Vol. 30. No. 5. P. 982–1006.

6. Необходимость обеспечить комплексную и равномерную защиту интересов инвестора во всех секторах финансового рынка в условиях усложнения финансовых продуктов, предлагаемых, в том числе, различным клиентам.

7. Необходимость снижения уровня системных рисков в целом, вне зависимости от их природы, в том числе за счет проведения комплексного мониторинга рисков на всем рынке. Обеспечение надлежащей финансовой устойчивости и необходимого уровня иммунитета по отношению к кризисным явлениям на мировом рынке капитала.

8. Необходимость обеспечения равных условий ведения бизнеса в различных сегментах финансового рынка для финансовых организаций различных видов с целью достижения максимально высокой динамики развития рынка в целом и повышения общего уровня качества финансовых услуг для потребителей вне зависимости от их секторальных предпочтений на рынке.

Принцип равенства регулирования выводится из представления о единой природе рисков во всех сегментах финансового рынка, на сокращение которых должно быть нацелено регулирование. Данный принцип соответствует современному состоянию финансовых рынков, когда снижение барьеров на пути перелива капитала ведет к росту межстрановой и межсекторальной конкуренции. Поэтому становится востребованным единый подход к регулированию финансовых рынков вне зависимости от страны базирования и сектора. Финансовые институты, работающие в различных секторах финансового рынка, оказываются все более взаимосвязанными. Для таких финансовых институтов также бывает весьма болезненным наличие разных требований со стороны регуляторов, отвечающих за различные сегменты финансового рынка. Переход к мегарегулированию уничтожает саму возможность появления подобных проблем. Кроме того, единый надзорный орган становится способен оценить для поднадзорных организаций все их риски, источники которых могут лежать в различных сегментах рынка. Это, в свою очередь, является необходимым условием для полноценного эффективного пруденциального надзора.

9. Необходимость проведения системной политики по развитию всех секторов национального финансового рынка в условиях значительной интенсификации трансграничной конкуренции и тенденции к переносу операций в международные финансовые центры.

10. Императив сокращения издержек регулирования посредством как экономии на масштабе, так и концентрации ограниченных финансовых ресурсов и экспертизы на наиболее важных направлениях их использования.

Возможность экономии на масштабах возникает вследствие единства методов управления рисками во всех секторах финансового рынка. Эффект экономии на масштабе проявляется в сокращении издержек на

осуществление регулятивных действий, направленных на устранение рисков на финансовом рынке.

Теоретически единый регулятор получает эффект экономии от масштаба вследствие действия следующих факторов:

- *единый комплекс вспомогательных служб (кадровые ресурсы, информационные технологии, финансовый контроль, помещения и т.д.);*
- *унифицированная статистическая система отчетности для всех регулируемых институтов (создающая основу для унификации пруденциального надзора);*
- *единая база данных для официально признанных организаций и утверждение/регистрация директоров, управляющих и т.д.;*
- *избегание излишнего дублирования действий различными регуляторами;*
- *единые правила и единое руководство;*
- *более эффективное решение проблем взаимодействия и сотрудничества посредством совместного управления;*
- *предложение одного контактного лица для регулируемых финансовых институтов, иностранных регуляторов и потребителей, подающих жалобы, касающиеся вышеуказанных институтов;*
- *более низкие затраты для финансовых институтов при соблюдении нормативных требований.*

Единые регуляторы, как правило, имеют потенциал большей эффективности при распределении ресурсов на регулирование отдельных финансовых институтов и видов деятельности. Мегарегулятор может на всем пространстве финансового рынка оценивать и сравнивать относительную значимость различных типов рисков, которые несут банки, страховые компании и т.д., и соответствующим образом распределять ресурсы. В случае успешного решения такой задачи распределение ресурсов, осуществляемое руководством единого регулятора, оказывается более эффективным, чем у отдельных регуляторов, каждый из которых не обладает всей полнотой информации и обзора, а также может оказаться под воздействием тех или иных случайных или конъюнктурных факторов.

11. Потребность в повышении эффективности информационного обмена между различными участниками регулятивного процесса.

Единый регулятор может быть более прозрачен, доступен и ориентирован на потребителей. Доля людей, пользующихся финансовыми услугами, неуклонно растет, а в результате растут и ожидания общественности, что их личные сбережения и инвестиции будут надлежащим образом защищены и что государство будет осуществлять вмешательство в тех случаях, когда финансовые институты предположительно допускают недобросовестность в отношениях с потребителями.

Единый регулятор имеет возможность более эффективно реагировать на возрастающую интенсивность и растущие ожидания потребителей, чем отраслевые структуры. Исторически они придают меньшее значение

рассмотрению жалоб потребителей и повышению знаний общественности относительно рисков, связанных с финансовыми инструментами.

Таким образом, историческую эволюцию моделей финансового регулятора можно представить в следующем виде (рис. 3).

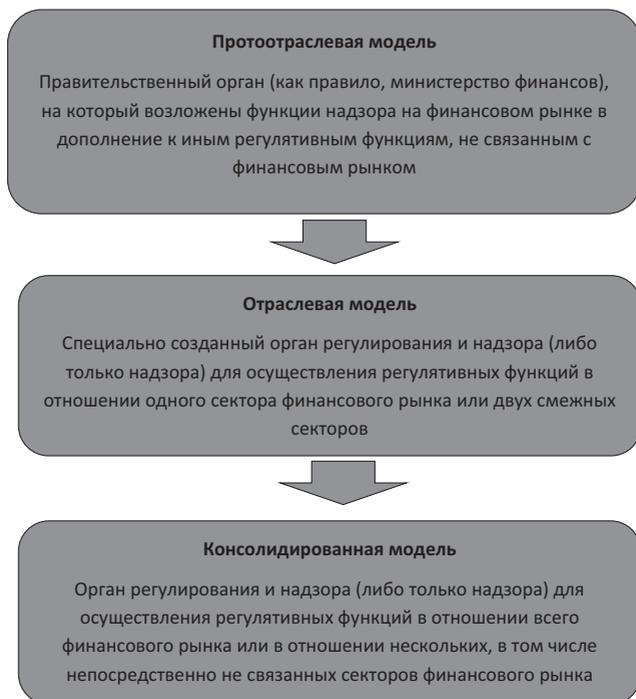


Рис. 3. Эволюция моделей финансового регулирования

Исследования показали, что интегрированную модель финансового регулирования чаще выбирают страны с более высоким уровнем развития, а также страны с относительно малым размером экономики. Существуют и другие факторы, предопределяющие выбор интегральной модели в целом, а также интегральные модели пруденциального надзора и надзора над бизнес-поведением («поведенческого» надзора)¹.

В другом исследовании было показано, что с большей вероятностью осуществляют переход к мегарегулятору страны: а) с малым размером экономики (эффект малой страны); б) с меньшей степенью вовлеченности центрального банка в надзор до реформы (эффект «колеи»); в) с континентальным правом, т.е. в которых законодатель-

¹ Melecky M., Podpiera A. (2012). Institutional structures of financial sector supervision, their drivers and emerging benchmark models // MPRA Paper. No. 37059.

ство основано на германских или скандинавских принципах (эффект законодательства)¹.

Развитие моделей финансового регулирования происходит в тесной связи с развитием подходов к определению поднадзорности финансовых организаций, являющихся составной частью ключевых характеристик таких моделей. Гипотеза о взаимосвязи развития моделей финансового регулирования и подходов к определению поднадзорности финансовых организаций приведена на рис. 4.

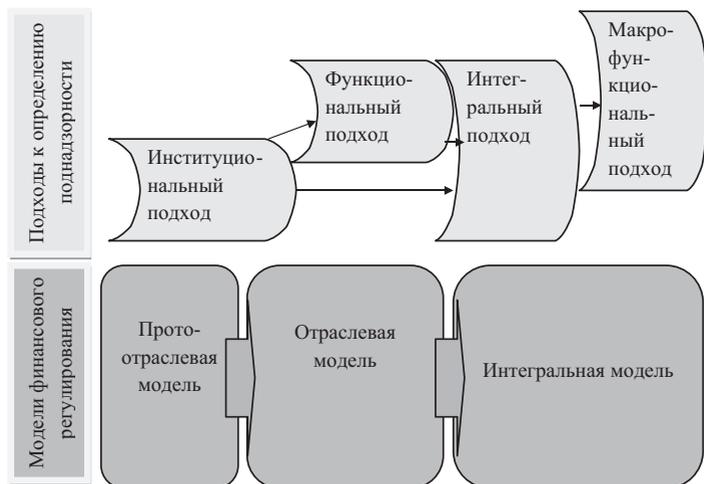


Рис. 4. Взаимосвязь развития моделей финансового регулирования и подходов к определению поднадзорности финансовых организаций

Вставка. Особенности пенсионного сектора

Необходимо отметить, что существует определенная особенность пенсионного сектора финансового рынка, предопределяющая более низкую его интеграцию в единую национальную финансовую систему и как следствие — «выпадение» данного сектора из общенациональной структуры органов финансового регулирования и надзора в ряде стран. Особенность эта состоит в двойственной природе рыночных организаций пенсионной системы — они одновременно являются, с одной стороны, финансовыми, а с другой стороны, социальными институтами. Пенсионное регулирование в целом шире, чем те функции, которые в рамках перехода к интегрированным моделям финансового регулирования передаются мегарегуляторам (например, принятие решений о национальной конфигурации пенсионной системы; надзор над пенсионными выплатами

¹ Masciandaro D., Quintyn M. (2015). Helping Hand or Grabbing Hand? Supervisory Architecture, Financial Structure and Market View / Institutional Structure of Financial Regulation. Theories and International Experiences. Ed. by R. Hui Huang and D. Schoenmaker. L. and NY: Routledge. P. 77.

и т.д.). Поэтому в отдельных странах могут действовать также регуляторы, осуществляющие надзор не над финансовыми, а над социальными и (или) платежными аспектами деятельности пенсионных институтов.

Существующее в ряде стран разделение пенсионной отрасли на исключительно финансовые или социальные институты становится предпосылкой введения интегрированных моделей финансового регулирования в отношении первых, тогда как социальные пенсионные институты остаются, как правило, в ведении иных органов государственного регулирования и надзора.

2.4. Основные формы консолидированной модели регулирования

Теперь рассмотрим основные формы устройства консолидированной модели регулирования или мегарегулятора.

1. Единый мегарегулятор на базе центрального банка

Первоначально предпочтительной во многих случаях считалась институциональная модель с единым мегарегулятором на базе национального (центрального) банка. Ее преимущества очевидны:

- институциональная состоятельность и профессионализм центрального банка, который часто является наиболее зрелым среди экономических институтов государства;
- количественное и качественное преобладание (во многих случаях) банковского сектора над другими сегментами финансового рынка, что облегчает задачу консолидации регулирующих функций на базе банковского регулятора;
- наличие сеньоражного источника финансирования деятельности, что способно в известной степени гарантировать независимость регулятора;
- историческое осуществление ряда кросс-секторальных регулятивных функций под эгидой центрального банка (в частности, макропруденциальной политики).

Однако в последующие годы, в особенности после глобального финансового кризиса 2007–2009 гг., стало очевидным, что централизация регулятивных функций в системе центрального банка связана с рядом недостатков, многие из которых труднопреодолимы. В частности¹:

- а) существующие цели и задачи центрального банка (прежде всего, независимое профессиональное осуществление им в общественных интересах монетарной политики) могут вступать в противоречие со стандартными целями финансового регулирования².

¹ Перечень основан на статье: Буклемишев О., Данилов Ю. (2013). Эффективное финансовое регулирование и создание мегарегулятора в России // Журнал Новой экономической ассоциации. № 3. С. 89–90.

² Nier E. (2009). Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks // IMF Working Paper. WP/09/70.

Кроме того, задача защиты прав потребителей, осуществляемая юридическими методами, противоречит экономическим по своему характеру функциям пруденциальной политики. В любом случае одновременное осуществление в рамках одного органа различных по своему характеру и направленности функций неизбежно будет ставить его перед необходимостью расстановки приоритетов. Разумеется, априори это сделать нельзя; в различных ситуациях оптимальный выбор должен быть разным, однако нет никакой уверенности, что обремененный многообразными функциями институт будет всегда находить верное решение (отметим, что в мировой практике четкого организационного обособления функций регулирования в структуре центрального банка, как правило, не наблюдается). Регулятивная деятельность еще в меньшей степени, чем монетарная политика, может быть подчинена фиксированному набору формальных правил. Не случайно ведущие центральные банки мира, реализующие функции денежно-кредитной политики (ФРС, ЕЦБ, Банк Англии и Банк Японии), не принимают на себя полной ответственности за надзорную деятельность¹.

В частности, проблема именно такого рода помешала британскому мегарегулятору FSA найти правильный баланс между целями регулирования в случае с фактическим банкротством в 2007 г. банка Northern Rock². Соответствующие превентивные механизмы устранения данных противоречий не поддаются четкой и универсальной регламентации, и оперативное их разрешение может потребовать нарушения принципа независимости центробанка³;

- б) политические системы (как демократические, так и авторитарные) противятся избыточной концентрации финансово-экономических полномочий в невыборном профессиональном институте (центральном банке), поскольку должный уровень подотчетности и ответственности такого института по всему спектру его функций обеспечить чрезвычайно сложно. По мере консолидации полномочий возрастает риск институционального «захвата» регулятора и его следования не общественным, а частным интересам, вероятность чего возрастает в условиях увеличения концентрации финансовой отрасли и сокращения числа регуляторов⁴.

¹ Masciandaro D., Quintyn M. (2015). The Governance of the Financial Supervision: Recent Developments // Journal of Economic Surveys. Vol. 30. No. 5. P. 982–1006.

² House of Lords, Economic Affairs Committee (2009). Banking Supervision and Regulation. June. P. 70.

³ В еврозоне, где функции денежно-кредитной политики переданы на уровень Европейского центрального банка, эта проблема, разумеется, отсутствует.

⁴ Masciandaro D. and Quintyn M. (2015). Helping Hand or Grabbing Hand? Supervisory Architecture, Financial Structure and Market View / Institutional Structure of Financial Regulation. Theories and International Experiences. Eds. R. Hui Huand and D. Schoenmaker. L. and NY: Routledge. P. 72–73..

- Центральному банку-мегарегулятору необходимо найти новый баланс между независимостью и подотчетностью: практика показывает, что центральные банки в качестве регуляторов остаются более независимыми, но при этом их подотчетность страдает¹;
- в) переход под надзор ЦБ небанковских финансовых организаций способен создавать «эффекты индульгенций» (*moral hazard*): на рынке может сформироваться представление, что главный банк страны при этом станет играть роль кредитора последней инстанции для всего финансового сектора, а не только для кредитных организаций, как ранее;
 - г) если во избежание подобных рисков монетарные власти четко и недвусмысленно постулируют, что кредитную подпитку могут получать только коммерческие банки, те фактически оказываются в привилегированном положении, и у небанковских финансовых организаций возникает стимул к перерегистрации для получения доступа к централизованному рефинансированию. Таким образом, небанковские финансовые организации постепенно вытесняются с рынка, а центр тяжести финансового сектора, следуя регулятивным изменениям, переносится в банковскую сферу, что может исказить его структуру, сдвигая ее с точки оптимального баланса;
 - д) центральные банки в силу возложенных на них макро- и микропруденциальных функций заботятся главным образом о стабильности банковской системы и в наименьшей степени ориентированы на защиту интересов инвесторов (в большинстве центральных банков даже нет специального подразделения, отвечающего за защиту интересов инвесторов), а эта функция в определенных ситуациях должна становиться приоритетной²;
 - е) в ряде юрисдикций передача функций правоустановления центральному банку невозможна или существенно ограничена, что препятствует концентрации всех регулятивных функций на финансовом рынке в едином органе, которая играет ключевую роль для эффективной антикризисной политики;
 - ж) концентрация функций регулирования и надзора в рамках центрального банка зачастую ведет к излишней унификации регулирования и/или надзора, причем вполне логично, что такая унификация больше тяготеет к стандартам банковского регулирования, в результате чего небанковские финансовые организации несут повышенные или даже экстремально высокие надзорные издержки;

¹ *Masciandaro D., Quintyn M.* (2016). The Governance of the Financial Supervision: Recent Developments // *Journal of Economic Surveys*. Vol. 30. No. 5. P. 982–1006.

² Эффективный рынок капитала: экономический либерализм и государственное регулирование (2004) / Под общ. ред. И. В. Костикова. В 2 т. Т. 1. М.: Наука. С. 113.

- з) формирование дополнительных конфликтов интересов, связанных с тем, что центральный банк традиционно выступает также и в качестве одного из участников рынка (практически повсеместно — валютного рынка и рынка государственных облигаций), кроме того, в отдельных странах (в том числе в России) центральный банк является владельцем или совладельцем ряда крупных финансовых, в том числе инфраструктурных организаций.

II. Единый мегарегулятор вне системы центрального банка

Часть перечисленных выше проблем можно разрешить при формировании единого мегарегулятора вне системы центрального банка. В частности, так было сделано в трех скандинавских странах — Норвегии (1986), Дании (1988) и Швеции (1991)¹. В этих странах консолидированные агентства по надзору за банками, институтами фондового рынка и страховыми компаниями приобрели полномочия по контролю их микропруденциального состояния, тогда как отслеживание правил ведения бизнеса не было отнесено к первичным функциям агентств, будучи делегировано специально созданным институтам омбудсмена. По замыслу, содержание агентств должно осуществляться за счет взносов с регулируемых финансовых организаций, что гарантирует их независимость от исполнительной власти, которой они в конечном счете подотчетны. Главной гарантией эффективности схемы регулирования, однако, являются прозрачность и конкурентность политической системы скандинавских стран.

Во многом такая схема консолидированного регулирования была предопределена исторически сложившейся структурой регулирования скандинавских стран, когда центральный банк не является органом банковского надзора. Соответственно, постепенное объединение секторальных надзорных полномочий не ущемляло права центральных банков.

Таким образом можно достичь действительно консолидированного подхода к финансовому регулированию, а также непротиворечивой комбинации его функций. Не случайно интегрированное регулирование чаще всего реализуется вне системы центрального банка. В теоретической литературе даже описаны «эффект фрагментации центрального банка», обратная зависимость между степенью консолидации регулятивных функций и вовлечением в нее центрального банка².

¹ *Taylor M. and Fleming A. (1999). Integrated Financial Supervision // Lessons from Scandinavian Experience. IMF. Finance and Development. December. Vol. 36. No. 4. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1999/12/taylor.htm>; DiGiorgio G., DiNoia C. (2001). Financial Regulation and Supervision in the Euro Area: A Four-Peak Proposal // Wharton Financial Institution Center. WP № 01–02.*

² *Masciandaro D. (2004). Unification in Financial Sector Supervision: The Trade-off Between Central Bank and Single Authority // Journal of Financial Regulation and Compliance. Vol. 12. No. 2. P. 151–169.*

Единый орган, контролирующий деятельность всех финансовых организаций и рынков, фокусируется на обеспечении микропруденциальной функции вне зависимости от конкретного сектора (включая банковский), а также следит за стандартами ведения бизнеса в целях защиты инвесторов. Он способствует и решению задачи предотвращения системных кризисов, в том числе используя отдельные инструменты макропруденциального надзора (мониторинг системных рисков, стабильности отдельных секторов финансового рынка и пр.). Центральный банк при этом продолжает осуществлять свои традиционные функции, а также часто берет на себя координацию действий других регулятивных институтов в макропруденциальной области¹.

Тем не менее опыт скандинавских стран демонстрирует, что недостатки у данной модели также существуют. Распыление функций по защите инвесторов (обеспечению правил ведения бизнеса) не позволяет поддерживать единые стандарты для всей финансовой индустрии. Несмотря на объединение регуляторных функций в едином агентстве, его составные части во многом продолжают функционировать отдельно друг от друга, а консолидация нормативной базы регулирования часто запаздывает по сравнению с институциональными изменениями.

Кроме того, внедрение интегрированного регулятора вне системы центрального банка не слишком распространено в тех странах, где он изначально играл роль регулятора коммерческих банков². Аналогичным образом, далеко не везде вновь созданное агентство-мегарегулятор может достичь независимого статуса, сопоставимого с позициями центрального банка.

III. Модель «*twin peaks*»

По мнению многих экспертов, основная проблема адаптации новых форматов регулирования связана с противоречиями и конфликтами интересов, неизбежно возникающими при сочетании различных по своей сути и направленности регулятивных функций в рамках одного института. Будучи реализованной в чистом виде, модель «*twin peaks*» лишена этого недостатка, поскольку она основана как раз на функциональном принципе. Внедрение модели «*twin peaks*» наряду с полным отказом от традиционного вертикально-отраслевого подхода требует весьма болезненного и сопряженного с немалыми текущими издержками кардинального пересмотра философии и практики регулирования³, а также высо-

¹ Буклемишев О., Данилов Ю. (2013). Эффективное финансовое регулирование и создание мегарегулятора в России // Журнал Новой экономической ассоциации. № 3. С. 90.

² Masciandaro D. and Quintyn M. (2015). Helping Hand or Grabbing Hand? Supervisory Architecture, Financial Structure and Market View / Institutional Structure of Financial Regulation. Theories and International Experiences. Eds. R. Hui Huand and D. Schoenmaker. L. and NY: Routledge. P. 77.

³ Буклемишев О., Данилов Ю. Указ. соч. С. 89.

кой политической культуры, связанной с принципами независимости и подотчетности регуляторов. Скорее всего, поэтому примеры перехода к «twin peaks» первоначально были единичными и сводились в основном к странам с высоким уровнем политического и экономического развития (например, Австралия и Нидерланды).

Модель «twin peaks» подразумевает разделение регулятивных функций между двумя агентствами: одно из них осуществляет макро- и микро-пруденциальный надзор (выполняет экономические функции), а второе следит за соблюдением организациями финансового сектора «правил игры» (обеспечивает защиту прав потребителей). Впервые предложенная М. Тейлором в 1995 г.¹, эта регуляторная модель постепенно завоевывает растущую популярность среди как теоретиков, так и практиков — архитекторов современных систем финансового регулирования. Поскольку, по мнению многих авторов, эта регуляторная конфигурация представляется на данный момент наиболее перспективной, мы вернемся к ней ниже, после рассмотрения вопроса о недостатках моделей мегарегулирования (возражениях против мегарегулирования). Модель «twin peaks» стала ответом на эти возражения, попыткой преодолеть недостатки интегральных моделей регулирования.

* * *

Таким образом, глобальная тенденция перехода к интегрированным в той или иной степени моделям надзора, как мы видим, налицо. В их рамках возможны следующие основные комбинации распределения функций финансового регулирования:

- функции регулирования распределяют между собой институты «twin peaks»: центральный банк берет на себя весь пруденциальный надзор, а для обеспечения стандартов ведения бизнеса (защиты инвесторов) создается независимое агентство (такая модель реализована, в частности, в Нидерландах). В свою очередь, в Австралии оба регулирующих агентства независимы от центрального банка. Национальные банки, как правило, входят в состав «twin peaks». Это на сегодняшний день одновременно самая редкая и, по общему признанию, самая инновационная модель финансового регулирования;
- единый мегарегулятор на базе центробанка осуществляет все три функции (защита потребителей, микропруденциальный надзор, макропруденциальный надзор) по всему спектру финансовых институтов. Такая модель действует в 15 государствах (кроме России, это следующие страны: Армения, Бахрейн, Бермуды, Бруней, Венгрия, Ирландия, Каймановы острова, Казахстан, Литва, Малави,

¹ Taylor M. W. (1995). «Twin Peaks». A Regulatory Structure for the New Century. Center for the Study of Financial Innovation, 20, December.

Сингапур, Словакия, Уругвай, Чехия), и в большинстве своем это юрисдикции с финансовыми рынками небольшого размера и (или) сложности (за явным исключением Российской Федерации);

- единый мегарегулятор вне системы центробанка отвечает за защиту потребителей и микропруденциальный надзор, тогда как макропруденциальный надзор, как правило, остается в центробанке. На сегодняшний день это самая распространенная модель, которая действует в 29 странах.

ГЛАВА 3

ПЕРЕХОД К МЕГАРЕГУЛИРОВАНИЮ

3.1. Экспансия мегарегуляторов

Эволюция моделей финансовых регуляторов имеет ярко выраженную тенденцию к повышению доли мегарегуляторов (табл. 2). Как представляется, этот процесс обусловлен объективными экономическими причинами, и поэтому следует ожидать его продолжения в среднесрочной перспективе. Дополнительным мощным стимулом к пересмотру национальных систем финансового регулирования стали события глобального финансового кризиса 2007–2009 гг.

Таблица 2

Количество действующих мегарегуляторов

	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2013	2016
Количество мегарегуляторов	0	1	5	6	10	21	39	51	52
Доля мегарегулирования в мире, %	0	Н.д.	Н.д.	Н.д.	9	18	34	44	45

Источники: Структурная модернизация финансовой системы России: Аналитический доклад. М., 2010. С. 237–248 (данные за период 1980–2005 гг.); собственные расчеты авторов по данным сайтов финансовых регуляторов (2010 г., 2013 г.; 2016 г.).

Необходимо сделать несколько уточнений по методике оценки количества мегарегуляторов и по странам, перешедшим к мегарегулированию. Мы проводили оценку на основе информации, содержащейся на сайтах национальных регуляторов, которые являются членами Международной организации регуляторов рынка ценных бумаг (IOSCO), членами Международной ассоциации органов страхового надзора (IAIS) или национальными банками. При этом мы не делали различия между правоустановлением и правоприменением, имея в виду, что современная тенденция развития финансового регулирования заключается в сосредоточении этих функций в едином органе (в одних и тех же органах). По состоянию на конец 2013 г. из 115 стран, национальные регуляторы которых являются полными членами IOSCO, в 49 (42,6%) функционировала традиционная отраслевая модель регулирования. «Смешанная модель», при которой полномочия регуляторов распространяются сразу на несколько секторов финансового рынка, сложилась в 15 стра-

нах (13,0%). 51 регулятор (44,3% выборки) представлял различные модели мегарегулирования.

По состоянию на март 2016 г. эти показатели принципиально не изменились:

- страны с традиционной отраслевой моделью — 47 (40,9%);
- страны с «переходной» моделью — 16 (13,9%);
- страны с консолидированными моделями — 52 (45,2%).

Под «переходными», или «смешанными», моделями мы понимаем те модели, в структуре которых значительная доля функций регулирования и надзора приходится на один орган (концентрирующий полномочия регулирования и надзора в отношении нескольких секторов финансового рынка), но вместе с тем сохраняется и еще как минимум один финансовый регулятор, отвечающий за один сектор финансового рынка. Как правило, такие модели чаще всего предполагают наличие органа, выступающего в качестве мегарегулятора по отношению к небанковскому финансовому рынку, т.е. конфигурация этой модели чаще всего описывается формулой «Небанковский мегарегулятор + Центральный банк» (характерно для таких стран, как Албания, Болгария, Хорватия, Египет, Пакистан, Румыния и др.). Но встречаются и другие конфигурации, в которых концентрация функций регулирования и надзора происходит в рамках национального банка (Саудовская Аравия, Сербия, Тринидад и Тобаго). Украину (в которой концентрация функций произошла в рамках Национальной комиссии по регулированию рынка финансовых услуг при наличии независимых регуляторов в секторе рынка ценных бумаг и в банковском секторе) мы также отнесли к данной группе моделей.

Необходимо отметить, что при подсчете количества различных типов моделей регулирования и надзора, применяемых сегодня в мире, мы не причислили ни к одной из них ту модель финансового регулирования, которая сложилась в настоящее время в Канаде. Она является единственной в мире моделью, где параллельно существуют два уровня регулирования — национальный (федеральный) и региональный (на уровне провинций и территорий — субъектов федерации). При этом на региональном уровне регулирования, существующем в течение многих десятилетий, сохраняется отраслевая модель финансового регулирования. На федеральном уровне регулирования, сформированном относительно недавно, функционирует модель «*twin peaks*». Подробнее о канадской модели финансового регулирования см. п. 4.7.

Однако далеко не все тенденции видны только в сопоставлении количества стран, выбравших ту или иную модель регулирования/надзора, классифицированную по принципу «отраслевая или интегральная». Весьма важные изменения происходят внутри этих групп. В первую очередь необходимо выделить тенденцию интеграции в рамках модели, которую мы продолжаем квалифицировать как отраслевую — постепенно

все большее количество стран объединяет в рамках финансовых регуляторов регулирование нескольких секторов финансового рынка. Среди стран с отраслевой моделью регулирования/надзора осталось крайне мало тех, в которых этот принцип организации финансового регулирования/надзора соблюдается в чистом виде. Значительное число стран объединяет регулирование и надзор в отношении рынка ценных бумаг и страхового рынка, либо рынка ценных бумаг и пенсионного рынка, либо рынка ценных бумаг и ипотечного рынка и т.д. в рамках одного органа.

Среди стран с интегральным органом регулирования/надзора на небанковском секторе и национальным банком в виде регулятора банковского сектора наблюдается постепенное перераспределение полномочий в пользу регулятора небанковского сектора. Многие страны этой группы оставляют за национальным банком регулирование/надзор только собственно банков и традиционных банковских услуг, в то время как другие финансовые организации, традиционно относимые к банковскому сегменту, попадают в сферу компетенции небанковского регулятора. Так, в Египте к компетенции небанковского регулятора относятся рынки ипотечного кредитования, финансового лизинга и факторинга в полном объеме, в том числе в той части, в которой на этом рынке действуют коммерческие банки.

Переход от такой «переходной модели» к полностью интегральной модели может проходить по весьма извилистому пути. Так, с 2011 г. регулятор небанковского сектора в Сальвадоре (Superintendency of the Financial System) в дополнение к регулированию и надзору собственно небанковского сектора авторизует банки (как частные и кооперативные, так и государственные) на прием депозитов у населения, надзирает за финансовыми конгломератами (включая банковские холдинги), за операциями Резервного банка Сальвадора на финансовых рынках.

В последние три года процесс увеличения количества интегральных моделей финансового регулирования, шедший исключительно активно в течение 2009–2013 гг. (за эти годы количество мегарегуляторов в мире удвоилось), существенно замедлился. Вероятно, процесс активного экстенсивного расширения зоны мегарегулирования в рамках мирового финансового рынка завершен, и начинаются все более активные процессы изменения пропорций между различными моделями мегарегулирования (в первую очередь переход к модели «twin peaks»).

Данный процесс — рост разнообразия моделей мегарегулирования — наблюдался уже давно, постепенно усиливаясь по мере увеличения количества стран, перешедших к мегарегулированию. В течение последних 15 лет в структуре различных типов мегарегуляторов устойчиво растет доля мегарегуляторов, созданных на базе центральных банков.

В последние три года данный процесс заметно активизировался, впервые приведя к сокращению количества независимых мегарегуляторов, созданных вне национальных банков. Причиной этого стал тот факт, что,

кроме роста числе центральных банков в роли мегарегуляторов, в течение последних трех лет заметно увеличилось количество и доля моделей «twin peaks» (рис. 5 и 6) вследствие завершения перехода к данной модели ряда стран, в которых этот переход начался как ответ на вызовы кризиса 2007–2009 гг.

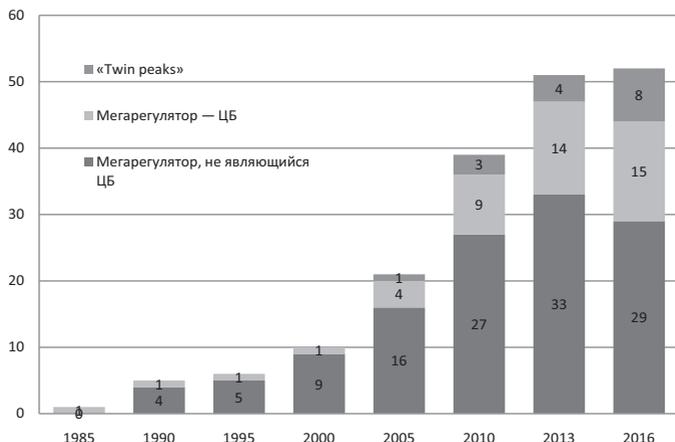


Рис. 5. Прирост числа действующих мегарегуляторов

Источник: рассчитано авторами на основании: Структурная модернизация финансовой системы России: Аналитический доклад. М., 2010. С. 237–248 (данные за период 1980–2005 гг.), а также по данным сайтов финансовых регуляторов (2010 г., 2013 г.; 2016 г.).

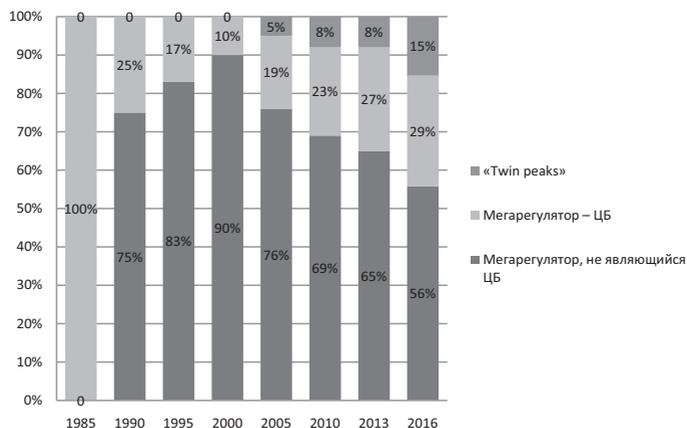


Рис. 6. Структура действующих моделей мегарегуляторов

Источник: рассчитано авторами на основании: Структурная модернизация финансовой системы России: Аналитический доклад. М., 2010. С. 237–248 (данные за период 1980–2005 гг.), а также по данным сайтов финансовых регуляторов (2010 г., 2013 г.; 2016 г.).

Рост количества центральных банков, участвующих в регулировании и надзоре финансовых рынков, фундаментально связан с осознанием потребности в макропруденциальной политике, нацеленной на предотвращение системных рисков, ставших причинами последнего глобального кризиса¹. Задачу проведения макропруденциальной политики чаще всего поручают именно центральному банку, институту, который, таким образом, фактически «возвращается» в сферу финансового регулирования и надзора.

Необходимо подчеркнуть, что наблюдающаяся явная тенденция «возвращения» национальных банков к более активной роли в регулировании и надзоре финансовых рынков не происходит в форме возврата к отраслевой модели (когда за национальным банком закреплялся надзор банковского сектора). Такое возвращение происходит в рамках преобразований интегральных моделей финансового регулирования. При этом данная тенденция не сводится только к увеличению количества и доли центральных банков в роли мегарегуляторов.

Простая («лобовая») форма «возвращения национальных банков» — формирование мегарегуляторов не на базе независимого агентства вне структуры национального банка, а на базе именно национального банка. За последние три года по такому пути пошла только Россия. В большинстве случаев возвращение национальных банков в сферу финансового регулирования и надзора происходит в более сложных формах, которые предусматривают не просто изменение направления движения, как в России (от тенденции к формированию «небанковского» мегарегулятора к выбору центрального банка в этом качестве), а предполагают движение «по спирали», когда все позитивные результаты предыдущего этапа развития закрепляются и используются в ходе дальнейшего развития моделей финансового регулирования.

Такие более сложные формы реализации данной тенденции и более разнообразны. Во Франции национальный банк вернул себе большую часть надзорных полномочий в отношении банков и страховых компаний в рамках возложения на него функций обеспечения финансовой стабильности. В то же время существующий вне структуры национального банка мегарегулятор АМФ в целом сохранил свои полномочия как мегарегулятора всего финансового рынка. В Финляндии независимый мегарегулятор получил в качестве председателя совета директоров руководителя национального банка (при этом в сферу компетенции мегарегулятора входит, в том числе, макропруденциальный надзор).

Самая распространенная форма «возвращения банков» — наделение их функциями пруденциального надзорного органа в рамках модели «twin peaks». Однако и в рамках этого подварианта также весьма велико

¹ Masciandaro D., Quintyn M. (2015). The Governance of the Financial Supervision: Recent Developments // Journal of Economic Surveys. Vol. 30. No. 5. P. 982–1006.

разнообразии форм, реализуемых в рамках той или иной национальной модели. Необходимо упомянуть также о том, что в рамках Европейского союза с 2014 г. существует распределение сферы надзора между Европейским центральным банком и национальными надзорными органами: ЕЦБ надзирает за банками, признанными системно значимыми финансовыми организациями, выводя их из сферы надзора национального органа. Такой подход был охарактеризован как внедрение Единого надзорного механизма (Single Supervisory Mechanism — SSM), новой системы финансового надзора, которая соединяет в рамках единого механизма ЕЦБ и национальные надзорные органы в сфере кредитных институтов. SSM также характеризуется как первый элемент несущей конструкции Банковского союза.

Предложенная нами выше классификация моделей финансового регулирования, которая в основных чертах используется и другими исследователями, имеет в то же время различные модификации. Так, Всемирный банк использует классификацию, в рамках которой отдельно анализируются национальные системы пруденциального надзора и контроля над бизнес-поведением. При этом выделяются следующие пять вариантов структуры надзорных органов пруденциального надзора¹:

- 1) посекторальный надзор, при этом банковский надзор осуществляется агентством вне структуры центрального банка;
- 2) посекторальный надзор, при этом банковский надзор осуществляется центральным банком;
- 3) частичная интеграция надзора, при которой два сектора финансового рынка поднадзорны одному органу вне центрального банка;
- 4) интеграция надзора над основными секторами финансового рынка в рамках органа, традиционно имеющего аббревиатуру FSA (Financial Supervisory Authority, Financial Supervision Authority, Financial Services Authority, or Financial Services Agency), надзорного агентства, отделенного от центрального банка;
- 5) интеграция надзора над основными секторами финансового рынка в рамках центрального банка.

Выделяются следующие пять вариантов структуры надзорных органов бизнес-поведения, или так называемого «поведенческого надзора» (business conduct)²:

- 1) специальный надзор бизнес-поведения отсутствует (в сфере рынка ценных бумаг и в страховом секторе соответствующие функции могут быть возложены на орган, осуществляющий пруденциальный надзор, в банковской сфере могут отсутствовать вовсе);

¹ URL: <http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTGLOBALFINREPORT/0,,contentMDK:23267422~pagePK:64168182~piPK:64168060~theSitePK:8816097,00.html>

² Ibid.

- 2) институты по защите потребителей финансовых услуг отделены от институтов, осуществляющих пруденциальный надзор, по крайней мере в банковском секторе;
- 3) секторальный надзор (разные органы на разных секторах финансового рынка);
- 4) надзор бизнес-поведения осуществляет тот же орган, который осуществляет интегрированный пруденциальный надзор (надзорное агентство FSA или центральный банк);
- 5) модель «twin peaks».

Если использовать данный подход, то мы получим следующие оценки количества мегарегуляторов и общей структуры пруденциальных регуляторов и общей структуры органов, уполномоченных на надзор бизнес-поведения (рис. 7–10).

Наиболее динамичные изменения в течение 1999–2010 гг. происходили в развитых странах (в странах с уровнем дохода выше среднего). В течение этого периода в данной группе стран среди органов пруденциального надзора быстро росло количество мегарегуляторов за счет снижения количества секторальных регуляторов при относительно постоянном количестве частично интегрированных национальных моделей (рис. 7).

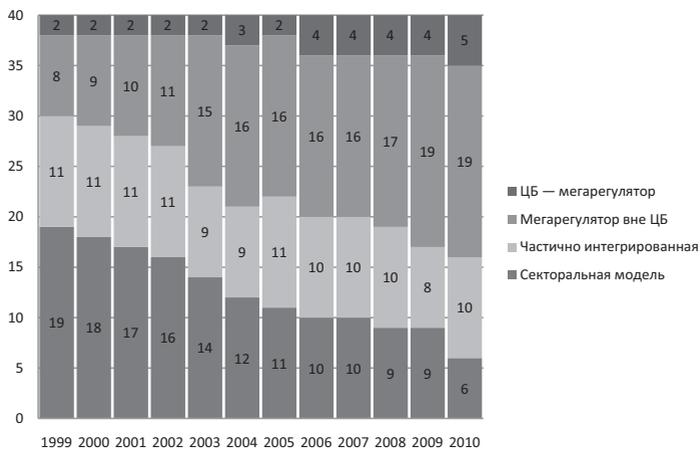


Рис. 7. Структура органов пруденциального надзора по группе стран с высокими доходами

Источник: рассчитано авторами по данным Всемирного банка.

В странах с уровнями доходов выше среднего и ниже среднего изменения в структуре пруденциальных органов были значительно менее заметными. При этом в группе стран с уровнем доходов выше среднего формирование мегарегуляторов в период 1999–2010 гг. происходило крайне редко, даже реже, чем в группе стран с уровнем доходов ниже

среднего. Дело в том, что для наиболее бедных стран формирование одного мегарегулятора вместо нескольких отраслевых регуляторов служит в первую очередь фактором экономии средств и концентрации ограниченного кадрового ресурса. Кроме того, имеет место и эффект малой экономики и соответственно малого финансового рынка, где просто нет достаточного поля деятельности для нескольких органов регулирования и надзора.

Тем не менее тенденция к росту количества мегарегуляторов среди национальных органов пруденциального надзора реализуется и в данных группах стран. Соответственно, общемировая картина изменения структуры органов пруденциального надзора также говорит о росте количества мегарегуляторов (рис. 8).

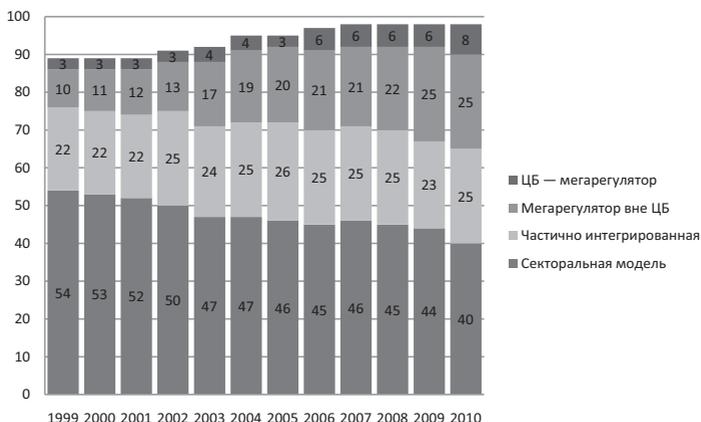


Рис. 8. Динамика количества и структура органов пруденциального надзора по всем странам

Источник: рассчитано авторами по данным Всемирного банка.

Анализ изменения структуры органов надзора бизнес-поведения по группе стран с высокими доходами позволяет выделить три наиболее яркие тенденции за период с 1999 по 2010 г., две последние из которых находятся в определенном противоречии между собой (рис. 9):

- общее увеличение количества стран, в которых существуют надзорные органы, ответственные за контроль бизнес-поведения;
- резкое увеличение количества национальных моделей финансового регулирования, в которых функция надзора за бизнес-поведением возложена на мегарегулятор;
- существенное увеличение количества национальных моделей финансового регулирования, в которых функция надзора за бизнес-поведением разведена с функцией пруденциального надзора между разными органами (в том числе в рамках модели «twin peaks»).

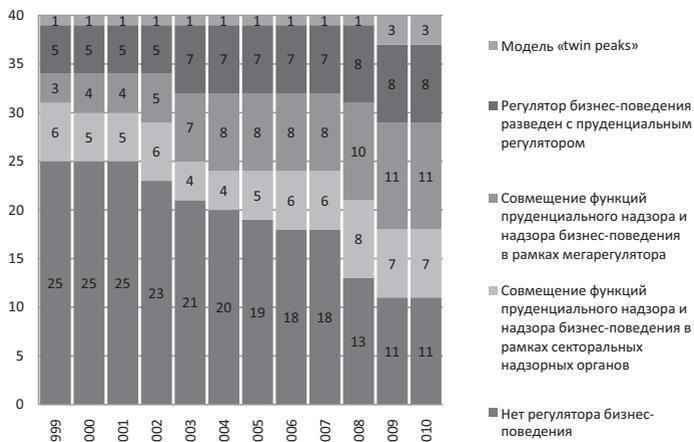


Рис. 9. Структура органов надзора за бизнес-поведением по группе стран с высокими доходами

Источник: рассчитано авторами по данным Всемирного банка.

Добавление в рассмотрение других групп стран несколько сглаживает последние две тенденции, подтверждая тенденцию на формирование органов надзора за бизнес-поведением повсеместно во всем мире (рис. 10).

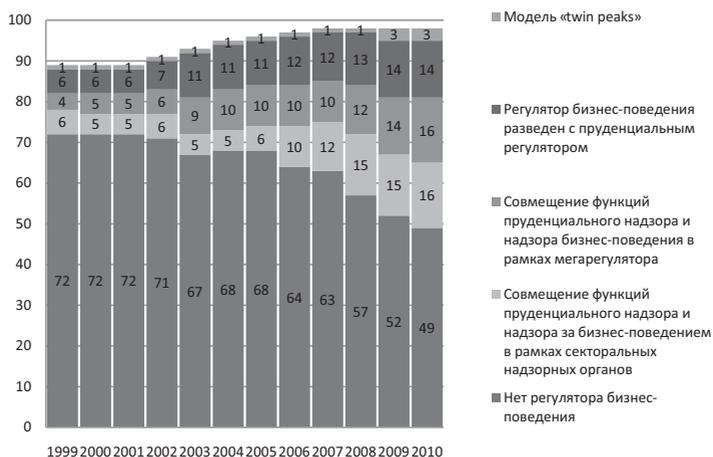


Рис. 10. Динамика количества и структура органов надзора за бизнес-поведением по всем странам

Источник: рассчитано авторами по данным Всемирного банка.

Таким образом, постепенно все большее число стран расширяют функции финансового регулирования и надзора за счет включения в них

функции надзора за бизнес-поведением. Наряду со странами, в которых при использовании модели «twin peaks» такие функции сконцентрированы в рамках специального органа, в странах с другими моделями организации финансового регулирования такая функция дополняется либо к функциям отраслевого регулятора, либо к функциям мегарегулятора. В ряде случаев такие функции возлагаются на иной орган или институт (например, Banking Ombudsman, Complaint Board, Financial Consumer Agency). В рамках отраслевых и частично интегрированных моделей регулирования появление специального органа по надзору за бизнес-поведением (как, например, в Греции) может стать стимулом для дрейфа национальной модели финансового регулирования в сторону модели «twin peaks».

Однако, с другой стороны, необходимо отметить, что наличие отдельного органа, отвечающего за бизнес-поведение поднадзорных институтов, и полноценного мегарегулятора, отвечающего, в том числе, за пруденциальный надзор, далеко не всегда позволяет квалифицировать такую национальную модель в качестве модели «twin peaks». Такая ситуация характерна для Австрии, Дании, Люксембурга и некоторых других стран.

В том случае, когда функция надзора за бизнес-поведением изначально не входила в компетенцию мегарегулятора, могут возникать несколько органов вне мегарегулятора, отвечающих за реализацию данной функции. Так, в Финляндии ее реализуют наряду с самим мегарегулятором также финансовый омбудсмен (Finnish Financial Ombudsman Bureau) и надзорный орган по защите конкуренции и потребителей (Finnish Competition and Consumer Authority). Всемирный банк оценивает финскую модель в качестве модели «twin peaks», однако, как представляется, она должна быть квалифицирована как модель с независимым мегарегулятором, так как данный мегарегулятор выполняет весь набор функций регулирования/надзора на финансовом рынке, включая функцию обеспечения надлежащего бизнес-поведения, и наличие других органов, выполняющих ту же функцию, не превращает данную модель в модель «twin peaks».

В рамках отраслевой модели регулирования и надзора также может появляться специальный орган, ответственный за бизнес-поведение. Так, в ОАЭ отраслевой характер финансового регулирования достаточно ярко выражен, при этом в рамках и регулятора рынка ценных бумаг, и банковского регулятора, и страхового регулятора в той или иной мере присутствуют функции, направленные на надзор за поведением поднадзорных организаций при их взаимодействии с клиентами. Однако здесь в рамках Международного финансового центра (МФЦ) Дубая также создан специальный орган (Dubai Financial Services Authority — DFSA) по надзору за бизнес-поведением. Впрочем, кроме надзора за бизнес-поведением, DFSA также выполняет функции администратора МФЦ Дубая, регистрируя компании в качестве резидентов этого центра, осуществляя листинг ценных бумаг в рамках центра, предоставляя необходимые ресурсы его участникам.

«Дополнительные» финансовые регуляторы есть и в других странах с так называемыми «офшорными»¹ МФЦ, и они также наряду с функциями администрирования финансового центра осуществляют надзор за бизнес-поведением финансовых организаций, являющихся резидентами данного центра, и защиту интересов их клиентов. В Катаре данные функции выполняет Qatar Financial Centre Regulatory Authority.

Определенные черты модели «twin peaks» присущи не только отраслевым моделям регулирования и моделям, основанным на независимом мегарегуляторе², но и некоторым моделям, предусматривающим национальный банк в качестве мегарегулятора. Так, в рамках Венгерского национального банка (Magyar Nemzeti Bank) создана автономная организация, действующая внутри национального банка, Центр защиты потребителей финансовых услуг (The Financial Consumer Protection Centers).

Некоторые страны с мегарегулятором, не являющимся центральным банком, также внедряют отдельные элементы модели «twin peaks». Так, например, в Люксембурге в 2012 г. был создан Комитет по защите потребителей финансовых услуг (Financial Consumer Protection Committee), в состав которого вошли представители ассоциаций финансовых организаций, ряда министерств и других заинтересованных лиц, при этом представитель мегарегулятора возглавил данный комитет, в функции которого не включены надзорные полномочия, но зато входит право корректировки регулирования в данной сфере.

В настоящей монографии мы не пытались оценить зависимость выбора той или иной модели финансового регулирования/надзора от факторов, характеризующих развитие экономики и (или) финансового рынка, включая те или иные национальные особенности. Данные вопросы исследовались в ряде других работ, среди которых мы бы выделили недавнюю работу российских исследователей³.

¹ Под «офшорными» МФЦ мы понимаем те финансовые центры, которые в правовом смысле отделены (off-shore) от национального режима регулирования, в том числе регулирования национального финансового рынка. Такие МФЦ, как правило, создают дополнительные факторы привлечения иностранных капиталов и иностранных финансовых организаций (факторы «искусственной гравитации»), в число которых в большинстве случаев входят также и налоговые льготы, что делает территории данных МФЦ офшорными территориями и в общепринятом, налоговом смысле.

² Например, в рамках индонезийского мегарегулятора The Financial Services Authority (ОЖК) выделяются следующие организационно оформленные направления деятельности: регулирование и надзор банков, регулирование и надзор рынка капитала, регулирование и надзор за небанковскими институтами (страховых компаний, пенсионных фондов, микрофинансовых организаций и др.), регулирование и надзор исламских финансовых институтов (финансовых организаций различных типов, работающих в соответствии с нормами шариата), образование и защита потребителей финансовых услуг.

³ *Абрамов А. Е., Акшенцева К. С., Чернова М. И.* и др. (2015). Экономика инвестиционных фондов / Под общ. ред. А. Д. Радыгина. М.: Дело. Вопросы зависимости выбора моделей регулирования от экзогенных факторов, включающих характеристики национальной экономики и национального финансового рынка, рассмотрены на с. 308–328.

3.2. Принципы внедрения моделей мегарегулирования

Мировой опыт свидетельствует о том, что для обеспечения эффективной организации интегральной системы регулирования и надзора необходимо, чтобы был соблюден ряд ключевых принципов преобразований, в том числе их постепенность; непротиворечивая группировка функций регулирования; создание равных благоприятных условий для развития различных секторов финансового посредничества; эффективное, основанное на «обратной связи», взаимодействие с регулируемыми организациями финансового сектора; обеспечение независимости регулятора и сохранение комплексности регулирования. На этой базе и должен быть определен институциональный дизайн системы финансового регулирования, основанной на интегральном подходе или на модели «twin peaks».

Постепенность. С момента принятия решения о переходе к интеграции функций регулирования до завершения институциональных преобразований обычно проходит не менее десяти лет, в течение которых поэтапно создаются нормативные и организационные предпосылки для мегарегулирования (унификация процедур надзора над финансовыми посредниками, единое регулирование эмиссии различных инвестиционных инструментов, технологий привлечения инвестиций и т.д.). Для того чтобы избежать провалов на начальном этапе, необходимо обеспечить преемственность основных принципов и методов регулирования. С учетом размера и государственного устройства ряда стран требуется провести кардинальные изменения системы надзора не только в центре, но и на местах. Кроме того, возникает необходимость в серьезной переподготовке персонала и создании новой архитектуры компьютерных систем — как в самом регуляторе, так и в регулируемых организациях¹.

Непротиворечивая группировка функций регулирования. Мировой опыт последних лет показывает, что объединение под эгидой одного регулирующего органа противоречивых функций макро- и микропруденциального надзора, а также обеспечение соблюдения стандартов ведения бизнеса влекут за собой формирование новых для систем финансового регулирования конфликтов интересов, эффективные механизмы разрешения которых пока не отработаны. Как мы видели выше, даже в развитых государствах (как, скажем, в Великобритании) в случае кризисного развития событий новая система регулирования начинает давать сбои. В идеале финансово-экономическая по своей сути задача противодействия системным рискам должна решаться отдельно от обеспечения защиты прав инвесторов, осуществляемой главным образом правовыми средствами. В противном случае при кризисном развитии событий опре-

¹ Буклемишев О., Данилов Ю. (2013). Эффективное финансовое регулирование и создание мегарегулятора в России // Журнал Новой экономической ассоциации. № 3. С. 92.

деление регулятивных приоритетов в рамках одного регулирующего института становится очевидной проблемной зоной¹.

Создание равных благоприятных условий для развития различных секторов финансового посредничества. На сегодняшний день прогресс финансовых рынков во многих развивающихся странах отличается серьезной несбалансированностью: небанковские финансовые институты (институты коллективных и пенсионных инвестиций, страховые компании, обеспечивающие значительную долю формируемых в современной экономике «длинных денег») отстают в развитии от национального банковского сектора. В частности, это происходит из-за более жестких требований к небанковским организациям в сферах, где они непосредственно конкурируют с банками. Поэтому одной из задач единого регулятора должно быть обеспечение равенства условий для развития различных сегментов финансового рынка. Как показывает мировая практика, сложнее всего этого добиться в тех странах, где мегарегулятор создается на основе центрального банка, который автоматически рассматривает перспективы развития финансового рынка главным образом сквозь призму банковского сектора².

Взаимодействие регулятора с организациями финансового сектора. В условиях глобализации финансовых рынков национальные режимы регулирования отдельных институтов или рынков могут оказываться неконкурентными. Это, в свою очередь, приводит к оттоку национальных сбережений и переходу обслуживающих их посреднических организаций под иные юрисдикции. Поэтому сегодня как никогда важен диалог регулятора с подведомственными ему организациями финансового сектора о надзорных принципах и методах.

Международная практика свидетельствует, что наилучшая модель такого взаимодействия может быть организована на базе саморегулируемых организаций (СРО). Естественная платформа для сотрудничества регулятора и СРО — реализация регулятивной функции обеспечения стандартов ведения бизнеса. Так, в ряде стран при создании интегрального регулятора даже наблюдалось его более тесное взаимопроникновение с отраслевыми структурами³. Если же шагов в этом направлении не делается, то форма надзора с высокой вероятностью будет доминировать над его содержанием⁴.

Обеспечение независимости регулятора. Требование независимости отраслевых регуляторов небанковского сектора давно сформулировано

¹ Буклемишев О., Данилов Ю. (2013). Указ. соч. С. 92–93.

² Там же. С. 93.

³ Наиболее ярким примером может служить создание мегарегулятора FSA в Великобритании, при котором СРО были объединены с ранее существовавшим органом государственного регулирования, Управлением по ценным бумагам и инвестициям (SIB).

⁴ Буклемишев О., Данилов Ю. Указ. соч. С. 93.

в качестве обязательного с точки зрения обеспечения эффективности регулирования¹. Тем не менее в результате кризиса 2007–2009 гг. было сочтено необходимым усилить акцент на соблюдении данного принципа².

Степень независимости центральных банков также обычно достаточна для эффективного надзора в отношении банковского сектора. Однако при объединении функций надзора и регулирования в отношении всех сегментов финансового рынка в центральном банке проявляются дополнительные эффекты, связанные с конфликтом интересов центрального банка, которые способны размывать его независимость применительно к целям финансового регулирования³.

Выделяются, как правило, четыре составные части независимости финансового регулятора:

- политическая независимость;
- операционная независимость (т.е. независимость при принятии текущих решений) в сочетании с адаптивной гибкостью;
- независимость от влияния поднадзорных организаций;
- финансовая независимость.

В случае организации мегарегулятора на базе центрального банка его независимость как профессионального органа, ответственного за проведение в интересах общества денежно-кредитной политики, должна быть сопряжена с его независимостью как института, ответственного за проведение пруденциальной политики. Отдельные части задачи обеспечения независимости финансового регулятора при передаче его функций центральному банку решаются автоматически (как, например, финансовый аспект независимости, а также независимость регулятора финансового рынка от влияния его участников), в то время как в отношении других аспектов проблема может сохраняться.

Политическая независимость регулятора финансового рынка обеспечивается в первую очередь законодательным определением его статуса. Именно законодательное закрепление процедуры формирования, источников и порядка финансирования, а также прав и обязанностей регулятора позволяет ограничить возможности их изменения по инициативе правительства или других органов исполнительной власти. Политическая независимость регулятора финансового рынка обеспечивается также тем, что его руководство назначается президентом или органами представительной власти. При этом процедура назначения должна исключать возможность влияния со стороны какой-то одной политической партии или бизнес-группы.

¹ См., в частности: 2-й принцип IOSCO, 2-й принцип IAIS, 1-й принцип Базельского комитета банковского надзора, Директива 2004/39/ЕС.

² Group of Thirty (2009). *Financial Reform. A Framework for Financial Stability*. P. 35.

³ Phoebus Athanassiou (2011). *Financial Sector Supervisors' Accountability: A European Perspective*. Frankfurt am Main, European Central Bank.

Срок, на который назначается руководство регулятора финансового рынка, должен быть ограничен (по имеющейся практике, четырьмя-пятью годами). Кроме того, должны быть ограничены возможности по его повторному назначению (не более двух раз). Также целесообразно предусмотреть периодическую ротацию состава руководства регулятора финансового рынка.

При формировании мегарегулятора на базе центрального банка политическая независимость в большинстве государств формально гарантируется самим его статусом. Однако далеко не всегда эта проблема решается автоматически, особенно в странах с незрелыми демократиями. Одновременно разворачивается теоретическая дискуссия в связи с тем, требует ли нынешний статус центрального банка, сформированный в целях обеспечения независимого решения вопросов монетарной политики, корректировки в связи с принятием им на себя новых функций¹.

Операционная независимость регулятора обеспечивается в первую очередь коллегиальностью при принятии им решений, а также наличием механизмов эффективного взаимодействия с участниками финансового рынка, которые позволяли бы учитывать их мнение, но при этом исключали бы однозначное влияние участников финансового рынка на принимаемые регулятором решения. Одной из наиболее заметных проблем в данном случае является слабость традиций саморегулирования банковского сектора в большинстве стран мира. Когда центральный банк становится регулятором также и в отношении небанковского сектора, существует опасность пренебрежения им теми возможностями, которые с точки зрения повышения устойчивости финансовых рынков и качества обслуживания клиентов финансовых организаций предоставляет традиционное для данного сектора саморегулирование.

Обеспечение независимости при принятии решений в отношении финансовых рынков также затруднено в рамках центрального банка ввиду наличия очевидных конфликтов интересов. Типичным примером служит экономическая ситуация, когда для борьбы с инфляцией необходимо повысить процентные ставки, однако такое решение может резко негативно сказаться на финансовом положении некоторых банков, в отношении которых центральный банк имеет регулятивные обязательства. В такой ситуации центральный банк может склониться либо к отказу от необходимого с точки зрения монетарной политики действия, либо к ослаблению регулятивных норм.

Наиболее распространенной рекомендацией по решению данной проблемы является разделение различных регулятивных функций внутри центрального банка по принципу различия политик, на проведение которых эти функции нацелены (по аналогии с «китайскими стенами»

¹ См., например: *Marcus G.* (2012). The Changing Mandates of the Central Banks — The Challenges for Domestic Policy. URL: <http://www.bis.org/review/r120615b.pdf>.

в универсальных банках, разделяющими коммерческий и инвестиционный банкинг). Однако универсальность данной рекомендации далеко не бесспорна, а эффективность ее реализации в различных условиях может заметно варьировать.

Сохранение комплексности регулирования. При передаче функций регулирования и надзора в различных секторах финансового рынка центральному банку отдельные аспекты регулирования, как правило, выпадают из поля зрения регулирующего органа. Обычно наблюдается ослабление внимания к тем рыночным сферам, которые не являются принципиальными с точки зрения деятельности коммерческих банков и других кредитных организаций, но важны для функционирования других секторов финансового рынка. Прежде всего, речь идет о корпоративном управлении и раскрытии информации, которые жизненно необходимы для эффективного развития рынков эмиссионных ценных бумаг. Требования по корпоративному управлению страховых компаний также имеют тенденцию к повышению регулятивной нагрузки. Раскрытие информации остается важнейшим принципом функционирования для инвестиционных фондов, пенсионных институтов, страховых компаний, институтов так называемой «теневого банковской системы».

Необходимость учета национальных особенностей. Как уже отмечалось в главе 1, несмотря на наличие общих для всех национальных финансовых рынков закономерностей, которые в том числе определяют господство тенденции к концентрации функций регулирования и надзора за финансовым рынком, национальные особенности также обладают высокой значимостью. Среди этих особенностей — сложившаяся система финансового законодательства; размер и внутренняя структура национального финансового рынка; уровень интеграции национальных финансовых организаций и доля финансовых конгломератов, объединяющих организации с разным профилем риска, на национальном финансовом рынке; традиции и структура национальных инвесторов; степень открытости национального финансового рынка и национальной экономики; сложившаяся структура политических «сдержек и противовесов», реализуемая, в том числе, в структуре национальных органов регулирования; наличие достаточного количества квалифицированных кадров и возможность привлекать их на работу в регулятивные органы; возможные источники финансирования регулятора; сложившийся уровень саморегулирования на финансовом рынке и т.д.

3.3. Возражения против мегарегулирования и возможные альтернативы

Нельзя сказать, что внедрение мегарегулирования в его различных формах не встречало противодействия. Противники концепции мегарегулятора выдвигали серьезные контраргументы, подкреплявшиеся

первым негативным опытом внедрения новых моделей регулирования в ряде юрисдикций¹. В частности, речь шла о следующих соображениях:

- финансовая конгломерация далеко не на всех национальных рынках достигла пределов, опасных с точки зрения приумножения системного риска, поэтому мегарегулирование не является необходимым;
- формирование мегарегулятора приводит к неизбежному смещению акцентов регулирования, а следовательно, зачастую способствует снижению его компетентности и эффективности;
- несмотря на тенденцию интеграции финансового рынка и его институтов, сохраняется серьезная специфика специализированных организаций с точки зрения профиля рисков, что требует применения специализированных подходов в сфере контроля и надзора, в значительной мере утрачиваемых в ходе перехода к мегарегулированию;
- минимизация вероятности системных кризисов может достигаться, в том числе, за счет стимулирования разделения рисков, осуществляемого отраслевыми регулирующими органами.

Кроме того, практика внедрения мегарегуляторов выявила, в частности, следующие проблемы:

- приобретение мегарегуляторами слишком большого политического влияния, нарушающего сложившийся баланс сил между регулирующими органами, а также негативно изменяющего иерархию во взаимоотношениях надзорного органа и поднадзорной организации, что приводит к росту издержек регулирования;
- более высокий риск «захвата» (capture) регулятора поднадзорными институтами;
- повышенный уровень дискреции при принятии решений в ущерб автоматически действующим процедурам и правилам;
- сокращение стимулов к финансовым инновациям²;
- «эффект индульгенции» (moral hazard). Инвестиционная ответственность на основании информации о создании единого регулятора может сделать заключение, что различие между рисками, связанными с финансовыми инструментами, которые предлагаются разными по своему статусу организациями, исчезает;

¹ *DiGiorgio G., DiNoia C.* (2001). Financial Regulation and Supervision in the Euro Area: A Four-Peak Proposal // Wharton Financial Institution Center. WP 01-02; *Vives X.* (2001). Restructuring Financial Regulation in the European Monetary Union // Journal of Financial Services Research. No. 19. P. 57–82.

² *Barth J. R., Nolle D.E. M., Phumiwasana T. and Yago G.* (2002). A Cross-Country Analysis of the Bank Supervisory Framework and Bank Performance // Financial Markets, Institutions and Instruments 12(2). P. 67–120.

- дополнительные расходы, которые возникают в течение переходного периода, а также неизбежное временное ослабление регулирования.

Не секрет, что в ряде случаев имели место завышенные ожидания регуляторов и участников рынка от внедрения мегарегулирования. Создание единого регулятора нередко воспринимается как мера, которая сама по себе решит все существующие проблемы, связанные с регулированием, и как универсальное средство для решения всех существующих в данной сфере задач.

Разумеется, мегарегулирование не является абсолютно лучшим вариантом организации финансового регулирования для всех случаев и единственно возможным ответом на современные процессы финансовой конгломерации и распространение системных рисков¹. Еще в рамках традиционной отраслевой модели регулирования применялись два надзорных подхода (институциональный и функциональный), призванные обеспечить контроль за деятельностью финансовых конгломератов. Эти подходы при разумном их сочетании и соответствующей адаптации могут и далее применяться на практике.

Сохранение во многих странах традиционной отраслевой модели финансового регулирования (или ее умеренных модификаций) объясняется отнюдь не только консерватизмом и опасениями неизбежных провалов в течение периода, который требуется для адаптации к интегрированной модели надзора².

Во-первых, несмотря на тенденцию интеграции финансовых секторов, подавляющее большинство кредитных учреждений, страховых компаний и операторов фондового рынка по-прежнему сохраняют характеристические черты, позволяющие однозначно отнести их к определенной сфере деятельности и, следовательно, надзора. В реальных условиях перехода к мегарегулированию, несмотря на преобладающую тенденцию интеграции рынков и институтов, остается достаточно большое количество организаций, работающих только на одном сегменте национального финансового рынка. Соответственно, в разных его секторах должны применяться различные цели регулирования.

Возникновение разнообразных финансовых групп является убедительным доводом для создания единого регулятора, в том числе и по-

¹ Как отмечалось при подготовке законопроекта об изменении структуры финансового регулирования в Великобритании, «успешность регулирования в большей степени зависит от культуры, направленности и философии регулирования, нежели от структуры регулирующих органов» (House of Lords, House of Commons (2011). Joint Committee on the draft Financial Services Bill. Draft Financial Services Bill. Session 2010–2012. P. 9–10).

² *DiGiorgio G., DiNoia C.* (2001). Financial Regulation and Supervision in the Euro Area: A Four-Peak Proposal // Wharton Financial Institution Center. WP № 01-02; *Vives X.* (2001). Restructuring Financial Regulation in the European Monetary Union // Journal of Financial Services Research. No. 19. P. 57–82.

тому, что снижаются их издержки как поднадзорных организаций, что повышает рентабельность ведения бизнеса на финансовом рынке. Однако многие финансовые институты остаются за пределами таких групп и продолжают выполнять только специализированные функции. Также многие конгломераты создаются одним типом организаций, например банком, и его деятельность преобладает в рамках группы. Более того, возникновение конгломератов не изменяет того факта, что банки, страховые и инвестиционные компании осуществляют и будут осуществлять в основном разные виды деятельности.

В отдельных случаях государство даже сохраняет барьеры между видами финансового посредничества намеренно, как, например, в Китае. В определенном смысле запрет на проведение коммерческими банками операций с ценными бумагами является альтернативным мегарегулированию способом устранения мультипликации рисков, связанной с участием банков в фондовых операциях. Так, по состоянию на 2007 г. из обследованных 29 стран с крупнейшими финансовыми рынками лишь в шести одновременно наблюдались два явления: отсутствовал мегарегулятор и банкам были разрешены операции на фондовом рынке. Из этих шести стран три (Россия, Аргентина и Португалия) пережили острые финансовые кризисы в предыдущее десятилетие, а еще две страны (Испания и Италия) оказались в крайне тяжелом положении в ходе последнего кризиса¹.

В какой-то степени все финансовые организации подвержены одним и тем же рискам, например кредитным и рыночным. Однако между наборами рисков и степенью их воздействия на различные типы финансовых организаций имеется существенная разница. Например, для страховых и пенсионных институтов набор рисков расширен за счет актуарных рисков; рыночный риск особенно значим для тех финансовых организаций, которые выступают в качестве инвесторов (для банков, занимающихся исключительно кредитно-депозитными операциями, равно как и для брокеров, занимающихся исключительно посредничеством и не финансирующих рыночные позиции за свой счет, он совершенно незначим), и т.д. Такие различия рисков требуют применения специализированных подходов в сфере контроля и надзора.

Поэтому, опираясь на опыт формирования мегарегулятора, можно сделать вывод о том, что необходимым предварительным условием внедрения мегарегулятора должна стать унификация целей регулирования в различных секторах финансового рынка, обусловленная соответствующим уровнем интеграции этих секторов.

В этой связи высказываются серьезные сомнения в необходимости организации интегрированного мегарегулятора в условиях, когда инте-

¹ Структурная модернизация финансовой системы России (2010). Аналитический доклад. М.: Институт современного развития. С. 239–240.

грация финансовых рынков далеко не полна и существенные барьеры и различия между видами финансового посредничества продолжают иметь место. При дизайне мегарегулятора необходима тщательная оценка состояния национальных финансовых рынков.

Во-вторых, следуя пионерной работе Тибо¹, принято считать, что конкуренция регуляторов есть благо, тогда как усиление регулятивной монополии, напротив, часто ведет к субоптимальным результатам. Например, в одной из недавних работ², в частности, показано, что в условиях открытой экономики разнообразие режимов регулирования может быть оптимально с точки зрения максимизации общественного благосостояния, несмотря на создаваемые возможности для регулятивного арбитража. К тому же стоит учитывать и вероятную динамическую траекторию самих регуляторов: монополия неизбежно ведет к «закостенению» системы надзора и лишает ее внутренних стимулов для развития.

Вместе с тем следует различать конкуренцию между разными режимами регулирования, которые могут выбирать участники рынка, и конкуренцию между регуляторами в рамках одного режима регулирования. Действительно, позволяя участникам рынка выбор режима регулирования, регулятор достигает наилучших результатов. Напротив, конкуренция в рамках одной отрасли, одного режима регулирования губительна и на практике обычно не допускается³.

В-третьих, как показывает практика, при создании объединенного регулятора вместо двух или нескольких ожидаемой экономии на расходах, как правило, добиться непросто. В частности, число занятых в надзорных органах после реформы обычно не снижается⁴. «Экономия» бюджетных расходов, которая возникает в случае перехода на финансирование деятельности по регулированию и надзору за счет сеньоражного источника (в случае консолидации регулятивных функций в центральном банке), разумеется, иллюзорна и соответствующий довод за мегарегулирование на базе центрального банка не должен всерьез приниматься во внимание.

В-четвертых, создание единого мегарегулятора является не единственным известным организационным способом совершенствования регулирования в современных условиях. Например, в части обеспечения финансовой стабильности это можно делать путем создания кол-

¹ *Tiebout C.* (1956). A Pure Theory of Local Expenditures // *Journal of Political Economy*. 64 (5). P. 416–424.

² *Frantz P., Instefford N.* (2012). Financial Regulation: Regulatory Arbitrage and Regulatory Harmonization // *Social Science Research Network*. URL: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstractid=2027100>

³ *Niemeyer J.* (2002). Where to Go after the Lamfalussy Report? An Economic Analysis of Securities Market Regulation and Supervision // *SSE/EFI Working Paper (Series in Economics and Finance)*. No. 482.

⁴ *Čihák M., Podpiera R.* (2006). Is One Watchdog Better than Three? International Experience with Integrated Financial Sector Supervision // *IMF Working Paper*. 06/57.

легий регуляторов¹ (решения которых могут иметь обязательный или рекомендательный характер по отношению к отраслевым регуляторам) и иных технологий межведомственного взаимодействия (подписание меморандумов о взаимопонимании, или прямых двусторонних соглашений между регуляторами о сотрудничестве и обмене информацией)².

Создание единого регулятора обеспечивает возможность повышения прозрачности и подотчетности регулятора. При наличии нескольких регуляторов могут возникнуть ситуации, когда обязательства каждого из них недостаточно специфицированы, и в результате никто не несет ответственности за происходящее. Во избежание такой опасности, прежде всего, необходимо сформулировать и четко законодательно закрепить цели и задачи регулятора, на основе которых можно будет оценивать его деятельность.

Как показывает практика, после создания мегарегулятора также могут оставаться недостаточно четко определенными зоны ответственности при распределении полномочий между мегарегулятором и другими государственными органами (как это имело место в Великобритании — см. далее п. 4.1). При формировании мегарегулятора может возникать деформация структуры политического влияния различных органов, одним из следствий которой может оказаться фактический выход мегарегулятора из-под общественного контроля.

Поэтому необходимо четко определить компетентный в вопросах финансового рынка государственный орган (или должностное лицо), который(-ое) будет непосредственно контролировать деятельность единого регулятора по выполнению поставленных перед ним задач и которому регулятор подотчетен.

В-пятых, неизбежной оборотной стороной экономии на масштабах и повышения эффективности использования регулятивных ресурсов выступает потеря компетентности регулирования, что способствует снижению его эффективности. Экономия на масштабах в этом случае оборачивается существенно большими потерями инвесторов в результате снижения качества регулирования вследствие дефицита компетентности³.

¹ Так, например, в США законом Додда—Франка в 2010 г. был создан Совет по надзору за финансовой стабильностью (Financial Stability Oversight Council), призванный отслеживать риски национальной финансовой системы в целом.

² По данным Европейского центрального банка, по состоянию на 2010 г. в 11 странах Европейского союза были созданы механизмы согласования политики финансовых регуляторов. Некоторые страны одновременно использовали несколько таких механизмов. Коллегии регуляторов были созданы в пяти странах; в восьми странах были подписаны меморандумы о взаимопонимании; в четырех — соглашения о сотрудничестве (European Central Bank (2010), Recent Developments in Supervisory Structures in the EU Member States (2007—2010), Frankfurt. P. 7.

³ DiGiorgio G., DiNoia C. (2001). Financial Regulation and Supervision in the Euro Area: A Four-Peak Proposal // Wharton Financial Institution Center/ WP № 01-02.

В таких случаях необходимы постоянные оценки положения дел и динамические сопоставления тщательности надзора по самым разным критериям и объектам¹. Кроме того, следует учесть, что при формировании мегарегулятора имеет место определенный переходный период, в течение которого, как показывает практика, издержки регулирования всегда больше, а его эффективность ниже.

Следовательно, реализация потенциальных эффектов от внедрения мегарегулирования в форме экономии на масштабах и лучшего использования регулятивных ресурсов, действительно имеющая место в практике функционирования многих мегарегуляторов, тем не менее не должна рассматриваться как абсолютная цель и приводить к потерям эффективности регулирования вследствие потери компетентности. Потеря компетентности — вполне реальная угроза, о чем наглядно свидетельствует опыт той же Великобритании, где лучшее распределение регулятивных ресурсов называлось в качестве важнейшего ожидаемого эффекта в процессе формирования мегарегулятора².

Наконец, очевидно, что с точки зрения эффективности регулирования при всей своей значимости фактор конкретной конфигурации регулирующих органов вторичен по сравнению с профессионализмом их персонала, достаточностью ресурсов, качеством нормативной базы и обеспечением неукоснительного исполнения предписаний регуляторов. Попытки компенсировать отсутствие этих необходимых характеристик за счет институционального дизайна любой степени изощренности заведомо будут малопродуктивными. Не случайно эмпирические исследования, проведенные до глобального финансового кризиса, на предмет соответствия принципам международных ассоциаций финансовых регуляторов не выявили заметного перевеса той или иной модели регулирования³.

3.4. Модель «twin peaks»

Классификация модели «twin peaks» как разновидности консолидированной (интегральной) модели регулирования, примененная нами в предыдущей главе, по мере накопления опыта реализации этой модели в разных странах и теоретического осмысления ее сути, строго говоря,

¹ Проверка показала, что банк Northern Rock вступал в диалог с регулятором FSA в несколько раз реже, чем другие сопоставимые кредитные институты Великобритании.

² Briault C. (1999). The Rationale for a Single National Financial Services Regulator // FSA, UK. May. P. 20–26.

³ Barth J. R., Nolle D. E. M., Phumiwasana T. and Yago G. (2002). A Cross-Country Analysis of the Bank Supervisory Framework and Bank Performance // Financial Markets, Institutions and Instruments. 12 (2). P. 67–120; Cihak M. and Podpiera R. (2007). Experience with Integrated Supervisors: Governance and Quality of Supervision // In Masciandaro D. and Quintyn M. (eds). Designing Financial Supervision Institutions: Independence, Accountability and Governance, Chetenh am, UK: Edward Elgar. P. 309–341.

уже не представляется бесспорной: в каком-то смысле «twin peaks» выступает в качестве альтернативы интегральной модели. Возможно, время покажет, что эта модель представляет собой вполне самостоятельный тип модели финансового регулирования, не являющийся в полной мере «интегральной» и имеющий ресурс для дальнейшего развития в направлении, отклоняющемся от принципов интегральной модели. По крайней мере, отдельные характеристики австралийской модели финансового регулирования («трехпиковой» — three-peaked или, с учетом антимонопольного регулятора, даже «четырёхпиковой»¹), прогнозы о наиболее вероятной миграции именно в сторону «трехпиковой» модели системы регулирования Китая² и т.д. заставляют предположить возможное формирование в будущем на базе «twin peaks» принципиально новых моделей финансового регулирования. Модель «twin peaks» в отдельных исследованиях противопоставляется вертикальной (отраслевой) модели и унифицированной (интегральной) модели финансового регулирования и определяется как «горизонтальная» модель, в рамках которой каждой цели регулирования соответствует свой отдельный орган³. Все это заставляет рассмотреть данную модель наиболее подробно.

Рассмотрим принципы устройства модели «twin peaks» на примере Нидерландов⁴. Можно выделить четыре цели, которые соответствуют определенным видам политики, осуществляемым в рамках денежной и финансовой системы в широком смысле:

- монетарная стабильность, или стабильность цен;
- финансовая, или макропруденциальная, стабильность;
- устойчивость финансовых институтов, или микропруденциальная, стабильность;
- упорядоченные хорошо функционирующие рынки и добросовестное обслуживание клиентов, обеспечение стандартов ведения бизнеса.

В конечном счете в системе формируются две группы целей, различающиеся своей направленностью. Институциональный дизайн должен совместить синергические цели в рамках одного органа, одновременно разводя противоречивые по различным органам. Первая цель (обеспечение устойчивого экономического роста) нацелена на экономику как

¹ *Carmichael J.* (2015). Implementing Twin Peaks. Lessons From Australia / Institutional Structure of Financial Regulation. Theories and International Experience. Eds. R. Hui Huang and D. Schoenmaker. Routledge. P. 104–105.

² *Hui Huang R.* (2015). Institutional Structure of Financial Regulation in China: Where It Is Now and Where Is It Heading? / Institutional Structure of Financial Regulation. Theories and International Experience. Eds. R. Hui Huang and D. Schoenmaker. L. and NY: Routledge. P. 253.

³ *Masciandaro D., Quintyn M.* (2015). The Governance of the Financial Supervision: Recent Developments // Journal of Economic Surveys. Vol. 30. No. 5. P. 982–1006.

⁴ *Kremers J. and Schoenmaker D.* (2010). Twin Peaks: Experiences in the Netherlands. LSE Special Paper. No. 196. November.

единое целое, вторая — на отдельных участников рынка (защита клиентов и инвесторов). Учитывая, что для достижения каждой конечной цели используются определенные наборы инструментов, группировка целей исходя из так называемых «конечных целей» развития финансовой системы не только логически безупречна, но и естественным образом создает спрос на два регулятора, каждый из которых будет концентрироваться на достижении «своей» конечной цели.

Графическое представление обоснования модели «twin peaks» приведено на рис. 11 (сплошные стрелки отображают первичное влияние, а пунктирные — вторичное).

Такая постановка проблемы представляется модифицированным случаем описанного выше нашего подхода, детализирующего структуру целей финансового регулирования и соответственно необходимых политик (см. рис. 1). Обосновывая целесообразность модели «twin peaks», данная схема одновременно охватывает более широкое поле экономической политики государства, увязывая развитие финансовых рынков с потребностями в обеспечении экономического роста. Она принимает во внимание не только первичное факторное влияние, но и вторичное, что позволяет выбрать наиболее адекватные инструменты политики.



Рис. 11. Обоснование модели «twin peaks» с точки зрения потребностей различных политик

Источник: Jeroen K. and Schoemaker D. (2010). Twin Peaks: Experiences of the Netherlands // Special Paper. No. 196. LSE, Financial Markets Group, London.

Однако вполне вероятно, что конфликта между целями политики избежать не удастся, и тогда нужно выстроить иерархию целей. Очевидно, что монетарная и макропруденциальная стабильность должна ставиться выше, чем микропруденциальные цели. Макро- и микропруденциальные

функции разделить не очень просто, однако их правильная соподчиненность вполне может быть обеспечена в рамках одного органа. Более того, традиционные инструменты монетарной и пруденциальной политик могут и должны использоваться совместно и во взаимной координации для достижения целей ценовой и финансовой стабильности, обеспечивающих устойчивое экономическое развитие.

Одновременно, если есть возможность распределить полномочия микропруденциального регулирования и защиты потребителей по разным агентствам, то установление иерархии между этими задачами не является необходимым: каждая из них реализуется отдельным регулятором самостоятельно (в рамках одного агентства эти задачи могут противоречить друг другу и одна из них будет доминировать: в рамках центрального банка обычно большее внимание автоматически уделяется пруденциальной политике, а в мегарегуляторе вне центрального банка — контролю за соблюдением правил игры)¹.

Как уже отмечалось, популярность «twin peaks» быстро растет: Организация экономического сотрудничества и развития в своем документе, посвященном финансовому регулированию после глобального кризиса 2007–2009 гг., охарактеризовала эту модель как «надежную» и позитивно оценила переход к ней². Опираясь на базу данных Мирового банка по моделям надзора на финансовых рынках³, мы видим, что до 2010 г. к модели «twin peaks» перешли Австралия (1999), Нидерланды (2003) и Финляндия (2009). За 2011–2013 гг. к этой модели также перешли Бельгия (2011), Новая Зеландия (2012) и Великобритания (2013)⁴. Кроме этих шести стран с полностью сложившимися, по мнению исследователей Всемирного банка, моделями «twin peaks», еще по меньшей мере два государства с развитыми и объемными финансовыми рынками вплотную подошли к ее реализации — Франция и Италия⁵. Европейский центральный банк (ЕЦБ) традиционно добавляет к этому списку еще две европейские

¹ *Schoenmaker D. and Kremers J.* (2015). Financial Stability and Business Conduct. Can Supervisory Structure Help to Achieve These Objectives? // Institutional Structure of Financial Regulation. Theories and International Experience. Eds. Robin Hui Huang and Dirk Schoenmaker, Routledge, NY. P. 33.

² OECD (2009). The Financial Crisis: Reform and Exit Strategies. Paris. P. 18.

³ URL: <http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTGLOBALFINREPORT/0,,contentMDK:23267422~pagePK:64168182~piPK:64168060~theSitePK:8816097,00.html>

⁴ *Абрамов А. Е., Акшенцева К. С., Чернова М. И.* и др. (2015). Экономика инвестиционных фондов / Под общ. ред. А. Д. Радыгина. М.: Дело. С. 681–682.

⁵ Group of Thirty (2008). The Structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace. Washington. P. 27. См. Также: *Masciandaro D., Quintyn M.* (2015). Halping hand or grabbing hand? Supervisory architecture, financial structure and market view / Institutional Structure of Financial Regulation. Theories and international experiences. Ed. by R. Hui Huang and D. Schoenmaker. L. and NY, Routledge. P. 79–87.

страны (Испанию и Португалию), системы финансового регулирования и надзора которых также содержат определенные черты данной модели¹.

Мы детально проанализировали все те модели, которые отдельные исследователи и эксперты, а также ЕЦБ и Всемирный банк характеризуют как модели «twin peaks» или близкие к ней. По итогам этого анализа мы пришли к выводу о том, что в ряде ситуаций сложившуюся национальную модель финансового регулирования можно квалифицировать как «twin peaks», хотя в большинстве случаев такая квалификация явно преждевременна.

Во **Франции** с 2003 г. существовал мегарегулятор финансового рынка (Autorité des marchés financiers — AMF), созданный вне национального банка. В результате кризиса 2008 г. правительство пришло к выводу о необходимости модернизации финансового регулирования, что было закреплено в Законе об экономической модернизации в августе 2008 г., в котором была сформулирована задача обеспечения финансовой стабильности. В качестве одной из мер по обеспечению финансовой стабильности было решено объединить функции лицензирования и надзора в рамках банковского и страхового секторов, передав эти функции вновь создаваемому при Банке Франции административно независимому Агентству пруденциального надзора (Autorité de contrôle prudentiel — ACP).

Такой орган был создан в 2010 г., тогда же AMF и ACP была учреждена общая для обоих органов Объединенная группа для сотрудничества в области смежных вопросов. Окончательное уточнение разделения труда между двумя органами сложилось в 2014 г., после введения в действие принятого в июне 2013 г. Закона о разделении и регулировании видов банковской деятельности. В соответствии с этим законом ACP получило дополнительные функции по предотвращению и разрешению банковских кризисов (одновременно изменилось его название — Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, ACPR), что усилило его специализацию на обеспечении финансовой стабильности.

В настоящее время AMF уполномочено обеспечивать защиту инвестиций в финансовые продукты, гарантировать получение инвесторами всей необходимой информации, поддерживать порядок на финансовых рынках. Одновременно функции защиты потребителей финансовых услуг возложены также на ACPR наряду с функциями пруденциального надзора и функциями контроля за подготовкой и осуществлением мер по предотвращению и разрешению банковских кризисов поднадзорными организациями.

Как представляется, сложившаяся во Франции модель финансового регулирования в целом отвечает признакам модели «twin peaks», несмотря на определенные отклонения от ее стандарта. Некоторые признаки отрас-

¹ European Central Bank (2010). Recent Developments in Supervisory Structures in the EU Member States (2007–2010). Frankfurt. P. 20, 22.

левого регулирования, возникшие в ходе создания ACPR, на наш взгляд, являются вторичными, так как они стали следствием реализации принципа разделения макропруденциальных функций между двумя регулирующими органами, один из которых сосредоточился на обеспечении финансовой стабильности, и для этого потребовалась передача под его надзор тех секторов финансового рынка, где, собственно, и возникает системный риск. Более того, характеристики, присущие отраслевой модели регулирования, в последующем были компенсированы дальнейшей специализацией органов регулирования, происходившей в соответствии с принципами разделения макропруденциальных функций.

Два регулятора финансового рынка также разделены по макрофункциональному принципу в **Республике Корея**. Первый из них, Комиссия по финансовым услугам (Financial Services Commission — FSC), является органом центрального правительства, ответственным за финансовую политику и финансовый надзор. В компетенцию Комиссии, учрежденной в 2008 г. после серии изменений в корейской системе финансового надзора, входит разработка проектов законодательных актов и других нормативных актов в области финансовых рынков, инспектирование финансовых институтов и применение к ним санкций в случае нарушений, надзор за рынками капитала. Новый орган получил также функцию выработки финансовой политики и разработки проектов законодательных актов, поглотив Бюро финансовой политики Министерства финансов и экономики.

Второй орган, Служба финансового надзора (Financial Supervisory Service — FSS), учрежденная в 1999 г., позиционируется как единый корейский надзорный орган. Она осуществляет пруденциальный надзор над всеми видами финансовых институтов, надзор над рынком капитала, защиту потребителей финансовых услуг, а также другие надзорные и правоприменительные действия, делегированные от FSC.

Как видно из описания двух органов финансового регулирования и надзора в Корее, они очень близки с точки зрения позиционирования. Однако в реальности разделение труда между ними существует, и оно может быть описано, с одной стороны, характеристикой самой сложившейся в Корее системы финансового регулирования и надзора — «двухуровневая система» (the two-tier system), а с другой стороны, отличиями в части реально выполняемых функций. FSC сконцентрирована на нормотворчестве и лицензировании, в то время как FSS главным образом осуществляет надзор всех видов и защиту прав потребителей финансовых услуг. Данная модель, как представляется, весьма близка к идеальным представлениям об организации исполнительных органов власти, характерным для российской административной реформы середины 2000-х гг. Кроме того, FSC укомплектована госслужащими, в то время как в FSS работают сотрудники, которые не являются частью системы государственной гражданской службы.

Как видим, принцип разделения двух органов регулирования и надзора финансового рынка Кореи по своей природе похож на макрофункциональный. Однако выше (см. п.п. 1.2–1.3) мы проводили разграничение между функциями и видами деятельности финансовых регуляторов. Учитывая это разграничение, следует признать, что в данном случае мы имеем дело с разделением функций между двумя регуляторами не по макрофункциональному принципу, а по видам деятельности регуляторов (один орган разрабатывает политику, занимается правоустановлением и допуском на рынок, а другой осуществляет надзор и защиту потребителей финансовых услуг). Макрофункциональное разделение характерно и для модели «*twin peaks*», но в данном случае используется иной (явно не горизонтальный) принцип разделения сфер компетенции между регуляторами. Поэтому мы не можем отнести сложившуюся в Корее модель финансового регулирования к семейству «*twin peaks*».

По нашей интерпретации, в Корее продолжает существовать модель с мегарегулятором вне центрального банка, однако сложность такой классификации данной модели состоит в том, что мегарегулятор предстает в виде двух различных органов. Прогресс, продемонстрированный финансовым рынком Кореи за последние семь лет¹, заставляет сделать вывод о том, что эта модель вполне эффективна.

В свою очередь, в **Италии**, на наш взгляд, сохраняется отраслевая модель регулирования, интегрированная лишь частично (в части банков и рынка ценных бумаг с инвестиционными фондами). Она включает многочисленные отраслевые надзорные органы:

- Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) — в области инвестиционных услуг, включая биржевую торговлю и участников рынка ценных бумаг;
- Банк Италии — в области банковских услуг и некоторых небанковских институтов;
- Институт по надзору за страхованием (Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni — IVASS) — в области страхового рынка;
- COVIP — в области пенсионных фондов;
- OAM — в области агентов и кредитных брокеров;
- AGCM — в части развития конкуренции и пресечения нечестных коммерческих практик.

При этом в Италии присутствуют отдельные элементы, характерные для модели «*twin peaks*». Во-первых, хотя CONSOB является отраслевым регулятором, одновременно проявляется и его специализация на надзоре

¹ В рейтинге Индекса глобальных финансовых центров (GFCI), рассчитываемом компанией Z/Yen Group Limited, Сеул как международный финансовый центр поднялся с 53-го места в марте 2009 г. на 6-е место в сентябре 2015 г. С 2008 по 2015 г. доля Кореи в мировой капитализации фондового рынка выросла с 1,6 до 2,2%, доля в мировом объеме собранных страховых премий — с 2,2 до 3,3%, в том числе доля в мировом объеме премий страхования жизни — с 2,5 до 3,8%.

за бизнес-поведением, причем не только в рамках собственной отраслевой компетенции, но и по крайней мере в сферах регулирования двух других отраслевых надзорных органов. Таким образом, на базе данного института формируется один из двух пиков модели «twin peaks» с соответствующим набором функций. Во-вторых, Банк Италии также сконцентрировал функции, характерные для второго органа модели «twin peaks», — он выступает в качестве единой надзорной организации для банков и некоторых других финансовых посредников (электронные денежные институты, платежные институты, инвестиционные фирмы по работе с ценными бумагами — SIMs, компании по управлению активами — SGRs, открытые и закрытые инвестиционные фонды — SICAVs и SICAFs), а также (с января 2016 г.) в качестве Национального органа по финансовому оздоровлению (National Resolution Authority — NRA).

Разделение функций между Банком Италии и CONSOB вполне соответствует признакам модели «twin peaks», даже несмотря на то что имеет место определенное дублирование функций (так, Банк Италии также занимается надзором за бизнес-поведением). Но вместе с тем продолжают свою деятельность и отраслевые регуляторы страхового сектора (IVASS) и пенсионного сегмента (COVIP), которые практически не вовлечены в систему распределения функций регулирования/надзора между ними, с одной стороны, и CONSOB, с другой стороны. Это обстоятельство, на наш взгляд, позволяет говорить о сохранении в Италии отраслевой модели регулирования.

В Испании правительство анонсировало решение о переходе к модели «twin peaks», выбрав этот путь совершенствования архитектуры финансового регулирования из трех рассматривавшихся вариантов (сохранение отраслевой структуры регулирования и создание мегарегулятора вне системы центрального банка были отвергнуты). Правительственный план предполагает создание на базе Банка Испании единого пруденциального надзорного органа, а на базе Национальной комиссии по ценным бумагам (Comision Nacional del Mercado de Valores — CNMV) — Национальной комиссии по финансовым услугам, которая будет контролировать надлежащее функционирование и прозрачность финансовых рынков через надзор за взаимоотношениями финансовых посредников с их клиентами¹. Однако пока данный план не реализован, и модель финансового регулирования в Испании остается преимущественно отраслевой, в которой Банк Испании отвечает за банковский сектор, Национальная комиссия по ценным бумагам — за рынок ценных бумаг и его участников, а также за схемы коллективных инвестиций и управляющие компании, Генеральная дирекция по страхованию и пенсионным фондам Министерства экономики и финансов — за страховой рынок и пенсионные фонды.

¹ Perspectives of Securities Markets: Supervision and Regulation (2010). Madrid — Barcelona, CNMV. P. 11–12, 188.

В **Португалии**, на наш взгляд, также пока сохраняется отраслевая модель финансового регулирования, включающая трех отраслевых регуляторов. Банк Португалии надзирает за всеми видами кредитных институтов, а также институтами электронных денег, инвестиционными и факторинговыми компаниями, компаниями финансового лизинга и некоторыми другими. Комиссия по ценным бумагам (CMVM) надзирает за участниками рынка ценных бумаг, включая компании по секьюритизации, рейтинговые агентства, а также за инвестиционными фондами, институциональными инвесторами и аудиторами. Portuguese Insurance Institute (ISP) отвечает за надзор в сфере страхования и в отношении пенсионных фондов.

Вместе с тем на Банк Португалии также возложены функции надзора в отношении финансовых групп, в состав которых входят брокеры, дилеры, посредники на денежном и валютном рынках, управляющие компании различных видов и некоторые другие категории небанковских финансовых посредников. Таким образом, кроме пруденциального надзора, Банк Португалии приобрел также функцию консолидированного надзора (надзора за финансовыми конгломератами) и, соответственно, функцию контроля за системными рисками в национальной финансовой системе и ответственность за макропруденциальную политику.

К элементам модели «*twin peaks*» в Португалии, пожалуй, можно отнести только определенное усиление акцента на защите инвесторов в структуре функций Комиссии по ценным бумагам (которая теперь отделяется от других функций этого регулятора и именуется как «цель высшего приоритета»). Возможно, такое изменение структуры целей с одновременным возложением на Банк Португалии функции консолидированного надзора за группами, в состав которых входят поднадзорные Комиссии по ценным бумагам организации, позволило некоторым исследователям квалифицировать португальскую модель регулирования как «*twin peaks*».

Переход к модели «*twin peaks*» завершается в настоящее время в **Южно-Африканской Республике**. Сначала Комитет по реформе финансовой системы высказался за эту модель, предложив внести в парламент необходимые законопроекты, а Министерство финансов этот план поддержало¹. Первая часть изменений в законодательство (Financial Sector Regulation Bill) была принята парламентом в конце 2013 г., в январе 2014 г. закон подписан Президентом ЮАР и большинство его положений вступили в действие с 28 февраля 2014 г.².

В соответствии с принятым законом мегарегулятор небанковского сектора Financial Services Board (FSB) трансформируется в Financial Sector

¹ Financial Regulatory Reform Steering Committee (2013). Implementing a twin peaks model of financial regulation in South Africa.

² URL: <https://www.fsb.co.za/Departments/legal/Documents/Media%20Statement%20-%2019%20February%202014.pdf>

Conduct Authority, а на базе Резервного банка ЮАР создается единое Prudential Authority. Резервный банк, таким образом, будет отвечать за макро- и микропруденциальное регулирование и надзор, а также за финансовую стабильность. Создаваемый регулятор в сфере бизнес-поведения будет отвечать за защиту потребителей финансовых продуктов и услуг. В 2011 г., когда было принято решение о создании Комитета по реформе финансовой системы, который должен будет оценить эффективность перехода к модели «twin peaks»¹, предполагалось, что переход к этой модели завершится в 2013 г., затем этот срок был сдвинут на 2015 г. В соответствии с последними официальными заявлениями регуляторов, сделанными после принятия второй части изменений в законодательство (Financial Sector Regulation Bill в расширенной редакции)², начало работы в новой конфигурации — первый квартал 2016 г.³ Впоследствии (ориентировочно в 2017 г.) предполагается также принять закон, устанавливающий основные нормы для проведения надзора бизнес-поведения (Conduct of Financial Institutions Act)⁴.

Таким образом, проведенный анализ позволил выявить девять стран, в которых, по нашим оценкам, действуют модели «twin peaks»: Австралия, Нидерланды, Бельгия, Новая Зеландия, Великобритания, Джерси, Канада (на федеральном уровне), Франция, ЮАР.

Проекты перехода к модели «twin peaks» обсуждаются во многих других странах. Как мы уже отмечали, в США неоднократно выносились на обсуждение рекомендации перейти к модели «twin peaks», однако в итоге было решено модернизировать отраслевую систему регулирования, дополнив ее институтами согласования политик различных регуляторов и специальным органом по защите клиентов финансовых организаций (см. рис. 12).

Несмотря на выделенные нами преимущества, судя по предпочтению в пользу альтернативных конфигураций мегарегулятора и ограниченному (до текущего момента) распространению модели «twin peaks», ее внедрение может быть связано с серьезными затруднениями, природа которых требует специального рассмотрения. Тем не менее тенденция к расширению применения именно этой модели национального финансового регулирования совершенно очевидна, особенно в странах с развитыми финансовыми рынками. Если подойти менее жестко к критериям отне-

¹ A safer financial sector to serve South Africa better (2011). National Treasury Policy Document. National Treasury, Republic of South Africa, 23 February. URL: <http://www.treasury.gov.za/documents/national%20budget/2011/A%20safer%20financial%20sector%20to%20serve%20South%20Africa%20better.pdf>

² URL: https://jotalaw.co.za/media/filestore/2015/10/b_34_-_2015_financial_sector_regulation.pdf.

³ Financial Services Board. Annual report 2015. FSB, 2015.

⁴ Dixon J., da Silva C., Jackson L. (2015). The Retail Distribution Review. FSB.

сения моделей финансового регулирования и надзора к моделям «*twin peaks*» и отнести к этой модели такие страны, как Австрия, Дания, Испания, Люксембург, мы видим значительно более широкое распространение ее в мире, прежде всего среди стран с развитыми финансовыми рынками, что, возможно, указывает на данную модель как «*мейнстрим*» современного развития архитектуры финансового регулирования.

Мы полагаем, что в ближайшее десятилетие данная модель получит гораздо большее распространение. При условии завершения перехода к ней только тех стран, в которых данный переход уже фактически начался (Австрия, Дания, Испания, Италия, Корея, Люксембург, Португалия), количество стран с данной моделью регулирования составит 16. Если же добавить к этим странам те, в которых вопрос перехода к модели «*twin peaks*» обсуждается достаточно активно в настоящее время, таких стран может стать не менее 18–20. Вывод о том, что в ближайшее десятилетие модель «*twin peaks*» получит гораздо большее распространение и станет ведущей моделью организации финансового регулирования и надзора в развитых странах, разделяется рядом ведущих иностранных исследователей теоретических и практических проблем современного финансового регулирования¹.

Мы относим модель «*twin peaks*» к разновидности интегральных моделей финансового регулирования и надзора. Однако вместе с тем данная модель, на наш взгляд, в перспективе может стать самостоятельным типом моделей финансового регулирования и надзора, существенно отличаясь от моделей, предусматривающих в качестве центрального элемента мегарегулятор вне системы центрального банка или центральный банк в качестве мегарегулятора.

Более того, модель «*twin peaks*» в дальнейшем может стать основой для дальнейшей модернизации систем регулирования финансовых рынков. Она имеет внутренние перспективы для модификации в различных направлениях, в первую очередь в направлении углубления специализации различных регуляторов и в направлении увеличения количества функций, закрепленных за финансовыми регуляторами. В части возможного углубления специализации можно прогнозировать включение в состав финансовых регуляторов дополнительных органов, объединенных горизонтальными связями в рамках разделения труда по регулированию и надзору на финансовых рынках. Учитывая существующие случаи закрепления функций надзора за системно значимыми финансовыми институтами за иным органом, нежели общий надзорный орган финансового рынка, можно предполагать возможное выделение специального органа, ответственного за надзор за системно значимыми финансовыми институтами. В части расширения перечня функций, выполняемых фи-

¹ Institutional Structure of Financial Regulation (2015). Theories and International Experience. Eds. R. Hui Huang and D. Schoenmaker. Routledge, NY. P. 1.

нансовыми регуляторами, включенными в данную модель, мы уже сейчас наблюдаем в отдельных странах передачу финансовым регуляторам функции макропруденциального надзора и функции предотвращения банкротств финансовых организаций.

3.5. Кризис 2007–2009 гг.: уход от «отраслевой» модели финансового регулирования

В начале 2000-х гг. многим представлялось, что финансовое регулирование достигло стадии зрелости¹. Однако события глобального финансового кризиса 2007–2009 гг., ярко высветившие изъяны традиционных регулятивных моделей, стали мощным стимулом к пересмотру национальных систем финансового регулирования.

Во-первых, кризис подтвердил, что источником системного риска теперь являются не только депозитно-кредитные учреждения, но и другие финансовые организации — инвестиционные банки (Bear Sterns, Lehman Brothers), страховщики (AIG), ипотечные корпорации (Fannie Mae, Freddie Mac), а также такие небанковские по сути своей продукты, как взаимные фонды денежного рынка и «кондуиты».

Во-вторых, функции пруденциального надзора и защиты потребителей все-таки принципиально отличаются, и объединение их в одном агентстве создает непростую ситуацию, когда оно должно искать оптимальный баланс между ними в динамично меняющихся условиях. Неудивительно, что британский регулятор FSA не смог разрешить этого противоречия, сделав слишком большой акцент на контроле над стандартами ведения бизнеса в ущерб пруденциальному надзору (в частности, в ситуации с ипотечным банком Northern Rock — см. п. 4.1). Более того, в стабильной ситуации любое аналогичное агентство с высокой вероятностью будет автоматически склоняться точно к такому же подходу. Это очень серьезный довод в пользу модели «twin peaks».

В-третьих, стала очевидной необходимость усилить акценты на макропруденциальном регулировании — отслеживании рисков всей финансово-экономической системы вне зависимости от конкретного сектора или организации, где эти риски проявляются. Соответствующие угрозы могут быть связаны с отдельным активом или их группой, одновременными действиями на рынке различных финансовых организаций, а также контагиозными рисками, которым подвержены аналогичные институты. Более того, для устранения макропруденциальных рисков могут быть использованы специфические инструменты (например, регулирование капитального резервирования под определенные активные операции или доли заемщиков определенного качества), поэтому нали-

¹ *Masciandaro D. and Quintyn M. (2015). The Governance of Financial Supervision: Recent Developments // Journal of Economic Surveys. Vol. 30. No. 5. P. 982–1006.*

чие тесных связей между пруденциальным регулятором и центральным банком представляется значимым.

Наконец, важно подчеркнуть, что архитектура органов регулирования сама по себе не гарантирует безболезненного прохождения кризиса — проблемы в ходе финансовых пертурбаций испытывали страны с различными типами финансового регулятора, в том числе и «*twin peaks*».

С другой стороны, мегарегуляторы во многих странах с развитыми и формирующимися финансовыми рынками в целом справились с проблемой системных рисков, насколько это было возможно в условиях последнего глобального финансового кризиса. Достаточно привести примеры Германии, Японии, Кореи, Польши, чтобы убедиться в том, что правильно организованные мегарегуляторы в принципе способны справляться с системными рисками.

Между тем послужной список в борьбе с системными рисками в ходе финансового кризиса для стран, сохранивших «отраслевой» стиль финансового регулирования, вовсе не выглядит более безупречным. Основной пример здесь — США, ставшие источником мировой финансовой «инфекции». Свидетельством неэффективности отраслевых регуляторов в условиях господства финансовых конгломератов стали решения Бельгии и Нидерландов о переходе от отраслевой системы к модели «*twin peaks*», а также наметившееся продвижение в сторону этой модели в других странах.

Те страны, которые решили остаться в рамках отраслевой модели финансового регулирования, тем не менее также предприняли весьма существенные изменения в его институциональном дизайне. Так, в США было существенно модернизировано законодательство, созданы новые органы финансового регулирования и надзора (Бюро по финансовой защите потребителей, Федеральное бюро по страхованию, Федеральное бюро кредитных рейтингов и др.), дополнившие существовавшую систему отраслевых регуляторов (см. п. 4.3).

Анализируя причины недостаточно радикальной, по его мнению, реформы финансового регулирования в США после кризиса 2007–2009 гг., Барри Эйхенгрин утверждает, что «радикальная реформа возможна только на фоне исключительного кризиса... Проблема, зародившаяся в 2009 г. ...заключалась в том, что регуляторам удалось с большим трудом избежать кризиса в стиле 1930-х... Радикальная реформа... могла подвергнуться критике как создающая опасность для медленно начинавшегося восстановления. Оставался только один вариант — укреплять существующую систему вместо того, чтобы заменять ее»¹.

¹ Эйхенгрин Б. (2016). Зеркальная галерея. Великая депрессия, Великая рецессия, военные и невоенные уроки истории. М.: Изд-во Института Гайдара. С. 548.

ГЛАВА 4

CASE STUDIES

(РЕФОРМЫ ФИНАНСОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ В ОТДЕЛЬНЫХ СТРАНАХ)

4.1. Реформа регулирования в Великобритании

О росте привлекательности модели «twin peaks» и ее преимуществах наглядно свидетельствует реформа надзора, которая была осуществлена после глобального финансового кризиса 2007–2009 гг. в Великобритании.

До кризиса наиболее популярной на международном уровне моделью реформы финансового регулирования было внедрение мегарегулятора по образцу британского Управления финансовых услуг (FSA). Правительство лейбористов в 1997 г. через несколько дней после прихода к власти объявило о фундаментальных преобразованиях в системе финансового регулирования, которые были законодательно введены в действие с 1 декабря 2001 г. FSA объединило под своим началом регулирование банков, страховых компаний, ипотечных организаций, торговли акциями и фьючерсами, управления инвестициями, услуг финансовых консультантов и пр. Целями нового регулятора стали поддержание доверия к финансовой системе, обеспечение финансовой стабильности, защита потребителей и искоренение финансовой преступности. Было заключено специальное трехстороннее соглашение между Казначейством, Банком Англии и FSA, устанавливавшее разделение сфер ответственности между регулирующими институтами. В частности, устранение в ходе преобразований конфликта интересов в Банке Англии путем передачи FSA регуляторных полномочий и сосредоточение на целях монетарной политики получили высокую оценку со стороны МВФ¹.

Однако внедрение единого мегарегулятора и его «облегченного» подхода к надзору в Великобритании не только не привело к решению проблем финансового сектора в ходе глобального кризиса, но и напрямую ему способствовало. Банковская паника, приведшая к банкротству Northern Rock и поглощению HBOS банком Lloyds, продемонстрировала ущербность выбранной системы регулирования, в результате чего финансовый кризис оказал крайне сильное негативное влияние на британскую экономику.

¹ IMF (1998). United Kingdom IV Article Consultations, Mission Concluding Statements. URL: www.imf.org/external/np/ms/1998/122198.htm.

Действительно, помимо серьезного изменения самой философии регулирования при внедрении модели «twin peaks», этот процесс сопряжен с несколькими важными теоретическими проблемами, которые изначально не были поставлены или удовлетворительно решены при переходе к мегарегулированию в Великобритании¹.

Во-первых, это касалось распределения полномочий между двумя агентствами. Нужно ли органу, ответственному за пруденциальное регулирование, принимать на себя надзор за всеми субъектами рынка или только за системно значимыми? Если выбирается второй подход, то необходимо юридически четкое определение «системно значимых» институтов. Кроме того, задача обеспечения макропруденциальной стабильности принципиально несводима к слежению за микропруденциальной устойчивостью отдельных финансовых организаций.

Во-вторых, неясными оставались взаимоотношения между пруденциальным регулятором и центральным банком как кредитором последней инстанции. При обсуждении регуляторной реформы в 1997 г. Банк Англии предпочел отстаивать статус-кво, чтобы сохранить полномочия по банковскому регулированию, хотя они вполне могли быть переданы новому регулятору, который стал бы дочерней структурой Банка Англии. Однако в свете свежих воспоминаний о ряде скандалов, связанных с банкротствами британских банков, политически такой вариант мог оказаться неприемлемым.

Наконец, почему в ходе регуляторной консолидации нельзя пойти до конца и объединить также два агентства, предусмотренных моделью «twin peaks», т.е. перейти к модели единого мегарегулятора? Возражения, которые высказывались против формирования подобного «левафана» (объединение под крышей одного агентства двух принципиально разных функций, а также чрезмерная концентрация полномочий²), не были сочтены в достаточной степени весомыми ни в Великобритании, ни во многих других странах, избравших модель единого мегарегулятора. Действительно, регуляторные функции, осуществляемые в пруденциальных целях и для защиты потребителей, довольно сильно пересекаются, и во избежание их дублирования на первый взгляд представляется возможным обойтись с одним агентством-мегарегулятором.

Расследование, проведенное по итогам кризиса, пришло, в частности, к следующим выводам³:

- Управление по финансовому регулированию и надзору избрало неверный операционный фокус. Политика FSA была сконцен-

¹ Taylor M. W. (2015). Regulatory Reform after the Financial Crisis. Twin Peaks Revisited / Institutional Structure of Financial Regulation. Theories and International Experience. Eds. R. Hui Huang and D. Schoenmaker. L. and NY: Routledge. P. 19.

² Если первое возражение оказалось существенным, то вторая угроза по факту не реализовалась: FSA выбрало очень мягкий стиль регулирования («light touch»).

³ Her Majesty Treasury (2010). A new Approach to Financial Regulation: Judgment, Focus and Stability. L., July, P. 3–4.

- трирована больше на установлении норм, чем на их применении, а также на надзоре над небанковскими финансовыми организациями в ущерб банковскому надзору и на стабильности отдельных компаний в ущерб стабильности финансовой системы в целом;
- FSA злоупотребляло регулированием бизнес-процессов (защита прав потребителей) в ущерб пруденциальному регулированию;
 - из-за отсутствия концентрации на проблеме системных рисков не удалось вовремя идентифицировать растущие угрозы;
 - Банк Англии не обладал полномочиями по реализации мер, направленных на достижение финансовой стабильности, а руководство FSA предполагало, что Northern Rock получит экстренную поддержку от Банка Англии в любом случае;
 - Министерство финансов несло ответственность за институциональную структуру, но не обладало полномочиями по противодействию кризисным ситуациям.

Все три участника «трехсторонней» регулятивной системы оказались не в состоянии наладить надлежащую координацию по обеспечению требований по созданию и функционированию эффективного риск-менеджмента в поднадзорных организациях. В значительной мере это было связано с различием точек зрения регуляторов на меры по противодействию кризису, что в условиях нежесткого разделения сфер ответственности привело к фактическому бездействию в самый острый период кризиса¹. Случай банкротства Northern Rock выявил также отсутствие надлежащих процедур оздоровления финансовых организаций, в том числе системно значимых. Британский мегарегулятор, являвшийся одним из участников «трехсторонней» регулятивной системы, был назван в числе главных виновников кризиса.

В апреле 2013 г. решением нового, коалиционного правительства консерваторов и либералов FSA было расформировано, ему на место пришли два органа — Управление пруденциального регулирования (PRA) и Управление финансового поведения (FCA). Первый орган был создан как дочерняя структура Банка Англии и получил под свой надзор банки, страховые компании и крупнейших брокеров, тогда как второй стал независимым агентством. Измененная структура регулирования Великобритании в целом соответствует модели «twin peaks».

Показателен тот факт, что Великобритания, неудачно проведя первую реформу, в результате не отказалась от общего движения в направлении мегарегулирования, а лишь изменила формат его модели. Переход к двум регуляторам (вместо одного FSA — два новых регулятора) трактуется самими инициаторами реформы не как увеличение количества регуляторов, а ровно наоборот — как переход от «трехсторонней» регулятивной

¹ House of Lords, House of Commons (2011). Joint Committee on the draft Financial Services Bill. Draft Financial Services Bill. Session 2010–2012. P. 9.

системы (FSA, Казначейство и Банк Англии) к «двухъядерной»¹. Строго говоря, это означает дальнейшую концентрацию функций регулирования и надзора (по крайней мере применительно к реформе в Великобритании), а не возврат к старым «отраслевым» моделям регулирования.

4.2. Австралия²

Основой для перехода к новой модели финансового регулирования в Австралии стали выводы специального доклада Комитета Уоллиса. Комитет занимался не столько анализом недостатков существовавшей на тот момент регулятивной модели, сколько стремился заглянуть в будущее финансовых рынков и структуры регулирования. В итоговом документе было сформулировано 115 рекомендаций, ключевой из которых считалось внедрение модели «twin peaks».

Тем не менее модель финансового регулирования в Австралии состоит из четырех ведущих агентств:

1. Пруденциальный регулятор APRA, The Australian Prudential Regulation Authority — отвечает за надежность и устойчивость кредитно-депозитных учреждений, страховых компаний и пенсионных фондов;
2. Регулятор соблюдения стандартов и раскрытия информации ASIC, The Australian Securities and Investment Commission — отвечает за эффективность и честность проведения операций, а также за защиту прав потребителей;
3. Регулятор конкуренции ACCC, The Australian Competition and Consumer Commission — отвечает за обеспечение рыночной конкуренции;
4. Регулятор системной стабильности RBA, The Reserve Bank of Australia, выполняющий функции центрального банка страны, — отвечает за денежно-кредитную политику и регулирование платежной системы.

Таким образом, все рыночные институты имеют дело с несколькими регуляторами, каждый из которых отвечает за определенные аспекты бизнеса.

Формирование APRA потребовало консолидации девяти различных агентств, характеризовавшихся различными подходами к регулятивной практике и своими особенностями корпоративной культуры. В течение первых 12 месяцев переходного периода процесс объединения шел

¹ House of Lords, House of Commons (2011). Joint Committee on the draft Financial Services Bill. Draft Financial Services Bill. Session 2010–2012. P. 8–13.

² Подготовлено на основе работы: Carmichael J. (2015). Implementing Twin Peaks. Lessons from Australia. / Institutional Structure of Financial Regulation. Theories and International Experience. Eds. R. Hui Huang and D. Schoenmaker. L. and NY: Routledge. P. 103–104.

очень медленно во избежание срывов в функционировании надзора и с целью изучения лучших практик. Тем не менее потерь избежать не удалось, банкротство австралийской страховой компании НИН в начала 2000-х гг. было по меньшей мере частично вызвано утратой контроля за страховым сектором¹.

По истечении первого года переходного периода был объявлен конкурс по приему на работу в APRA, причем части сотрудников ранее действовавших агентств не удалось найти себе место в новой организации. Текучка кадров на первом этапе была вызвана недостаточным уровнем вознаграждения (примерно половина зарплаты в финансовом секторе) и была преодолена после повышения его до уровня 75%. Отдельной сложной задачей оказалась гармонизация политики поощрений и льгот, которая заметно отличалась от агентства к агентству.

Несмотря на функциональное разделение полномочий между четырьмя профильными агентствами в австралийской системе регулирования, необходимость в координации их действий сохраняется: в частности, регулятивные решения в отношении соблюдения рыночных стандартов могут иметь пруденциальные последствия, и наоборот.

4.3. Система регулирования в США

Американская система регулирования является продуктом состояния финансового сектора в этой стране, а также долгой истории экономического и политического развития, поэтому она одновременно характеризуется повышенной сложностью, многослойностью и значительной фрагментарностью — причем не только на федеральном уровне, но и в разрезе штатов (табл. 3). В этой системе находят свое отражение глубокое недоверие к концентрации государственной власти, а также опасения в отношении расширения влияния большого бизнеса. Во многом благодаря этому формирование единой централизованной регулятивной структуры оказывается невозможным.

Неэффективность сложившейся системы регулирования (в том числе высокие издержки ее функционирования для государства и участников рынка, дублирование полномочий и наличие зон, не охваченных регулированием, а также отсутствие у регуляторов представлений о состоянии системы в целом) стала очевидной задолго до глобального финансового кризиса 2007–2009 г. Однако попытки реструктурировать различные агентства и по-иному распределить их регуляторные полномочия, как правило, наталкивались на противодействие самих регуляторов, а также финансовой индустрии в целом. Даже принятие в 1999 г. законодательного акта Грэма—Лича—Блили, который внес кардинальные изменения в регулятивные подходы, окончательно устранив барьеры между различ-

¹ Carmichael J. Op. cit. P. 106.

ными видами финансовой деятельности и препятствия для конгломерации, очень мало сказалось на сложившейся структуре самих агентств и распределении полномочий между ними.

Таблица 3

**Основные институты финансового регулирования в США
до глобального финансового кризиса 2007–2009 гг.**

Рыночные институты	Регуляторы	Комментарий
Депозитные организации (банки, ссудо-сберегательные организации)	ФРС, Управление контролера денежного обращения, Федеральная корпорация страхования депозитов, Совет по надзору за федеральными финансовыми институтами, Управление надзора за ссудо-сберегательными организациями, контрольные органы штатов	Банки могут выбирать, лицензироваться им на уровне штата или на федеральном уровне, однако в любом случае регулируются на федеральном уровне в зависимости от осуществляемых операций
Страховые компании	Контрольные органы штатов	Регулирования на федеральном уровне не существует
Брокеры, дилеры и другие институты фондового рынка	Комиссия по ценным бумагам, саморегулируемые организации (FINRA, биржи)	Основная функция — обеспечение стабильности рынков капитала, а также соблюдения его участниками «правил игры»
Торговля товарными фьючерсами и опционами	Комиссия по торговле товарными фьючерсами, саморегулируемые организации	Главным образом отслеживаются злоупотребления и манипуляции на рынке

Источник: Omarova S. T. (2015). One Step Forward, Two Steps Back. The Institutional Structure of US Financial Services Regulation after the Crisis of 2008. Institutional Structure of Financial Regulation, eds. Robin Hui Huang and Dirk Schoenmaker. P. 137–165.

В выпущенном в 2004 г. докладе Счетной палаты США¹ были проанализированы тенденции развития финансового сектора и с учетом накопленного к тому моменту позитивного международного опыта консолидированного регулирования сделаны следующие рекомендации:

- 1) консолидация регулятивной структуры по функциональному признаку;
- 2) переход к модели «twin peaks»;
- 3) объединение всех агентств в рамках одного финансового регулятора;
- 4) создание отдельного специального агентства для отслеживания системного риска.

¹ Government accountability office (2004). Financial Regulation: Industry Changes Prompt Need to Reconsider US Regulatory Structure, October.

Одновременно в течение предкризисного периода финансовые институты вели активное лоббирование в пользу повышения конкурентоспособности финансового центра в Нью-Йорке по сравнению с Лондоном, приводя в пример либеральный регулятивный подход сформированного в 1997 г. FSA, опыт которого признавалось целесообразным перенять¹. Тем не менее к моменту начала кризиса «Группа 30» определила существовавшую на тот момент систему регулирования в США как исключение, не принадлежащее к четырем основным классам подобных систем (институциональная, функциональная, интегрированная и «*twins peaks*»)².

В докладе Казначейства 2008 г.³ также рекомендовалась глубокая реформа системы регулятивных агентств, содержащая краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные цели. В документе был фактически сформулирован план перехода на систему «трех пиков» — агентств, которые, соответственно, занимаются системной стабильностью, пруденциальным надзором и обеспечением соблюдения «кодекса поведения». В первой роли должна была выступать ФРС, вторая роль была уготована Управлению контролера за денежным обращением, который должен был поглотить остальные агентства, осуществляющие надзор за депозитными учреждениями. Наконец, третье агентство планировалось сформировать на базе слияния Комиссий по ценным бумагам и по торговле товарными фьючерсами.

Однако время для выхода данного доклада оказалось не слишком удачным (разгар финансового кризиса), поскольку уже к началу 2009 г. представления о направлениях необходимой реформы довольно сильно изменились. В документе Казначейства⁴, который был выпущен под эгидой новой демократической администрации Б. Обамы, уже не выдвигалось столь же амбициозных планов институциональных преобразований, приводящих к перемене философии регулирования; акцент делался на устранении противоречий между полномочиями и заполнении регуляторных пробелов. Тем не менее предусматривалось введение специальных кросс-секторальных регуляторов системного риска и для защиты прав потребителей, а также специализированного федерального агентства по надзору за организациями страховой индустрии. При принятии Конгрессом закона Додда—Франка большинство этих предложе-

¹ *Schooner H. M. and Taylor M.* (2003). United Kingdom and United States Responses to the Regulatory Challenges of Modern Financial Markets // *Texas International Law Journal*. Vol. 38. P. 317–345.

² Group of Thirty (2008). *The Structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace*. Washington. P. 50.

³ Department of the Treasury (2008). *Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure*, March.

⁴ US Department of the Treasury (2009). *Financial Regulatory Reform: A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*.

ний в итоге было учтено (рис. 12), в результате чего сложилась еще более своеобразная схема финансового регулирования, чем ранее.

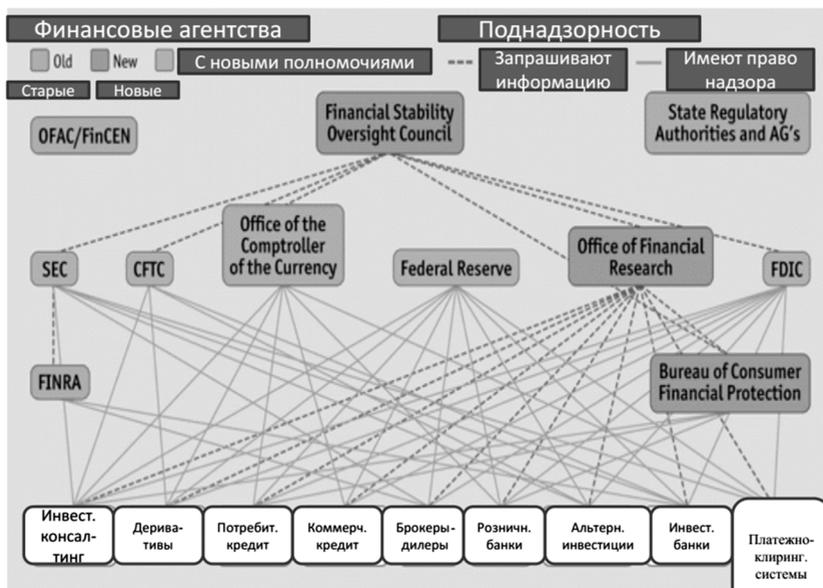


Рис. 12. Схема современного финансового регулирования в США
(на англ. языке)

Примечания:

OFAC — Офис по контролю за иностранными активами;

FinCen — Управление по борьбе с финансовыми преступлениями;

Financial Stability Oversight Council — Совет по надзору за финансовой стабильностью;

State Regulatory Authorities and AG's — финансовые регуляторы и органы прокуратуры на уровне штатов;

SEC — Комиссия по ценным бумагам и биржам;

CFTC — Комиссия по торговле товарными фьючерсами;

Office of the Comptroller of the Currency — Управление контролера денежного обращения;

Federal Reserve — Федеральная резервная система;

Office of Financial Research — Офис финансовых исследований;

FDIC — Федеральная корпорация депозитного страхования;

FINRA — Служба регулирования отрасли финансовых услуг;

Bureau of Consumer Financial Protection — Бюро защиты потребителей финансовых услуг.

Источник: JPMorgan Chase.

Эксперты выделяют следующие потенциальные изъяны новой регулятивной системы¹:

¹ *Omarova S. T. (2015). One Step Forward, Two Steps Back. The Institutional Structure of US Financial Services Regulation after the Crisis of 2008 / Institutional Structure of Financial Regulation. Theories and International Experience. Eds. R. Hui Huang and D. Schoenmaker. L. and NY: Routledge. P. 137–165.*

- новый регулятор, призванный следить за системной стабильностью, Financial Stability Oversight Council (FSOC), обладает одновременно статусом консультативного органа и полномочиями по принятию важных решений (например, составление перечня системно важных небанковских институтов или наложение вето на решения ФРС в отношении разделения поднадзорных ей финансовых организаций). При этом FSOC не имеет права выпускать исполнительные документы и не имеет надзорных полномочий в отношении системно важных небанковских организаций;
- ФРС, в свою очередь, приобрела целый ряд новых важных полномочий, в частности, получила право по разделению в случае необходимости системно важных финансовых конгломератов, а также выдвигать регуляторные требования в том числе и к таким компаниям, которые не являются банками в традиционном смысле слова. Таким образом, более широкий, чем ранее, мандат чреват конфликтами между различными целями ФРС, а также может привести к далеко идущим последствиям с точки зрения структуры финансовой индустрии в целом;
- формирование внутри Казначейства специального федерального страхового агентства (Federal Insurance Office) обозначает лишь первый шаг в направлении федерализации надзора, но не гарантирует, что дальнейшие шаги будут сделаны в недалеком будущем;
- законодатель не решился на формальное слияние Комиссий по ценным бумагам и торговле товарными фьючерсами. Тем не менее новое распределение полномочий между Комиссиями в отношении регулирования производных финансовых инструментов и оперирующих с ними институциональных агентов означает, что теперь они должны работать в гораздо более тесном контакте друг с другом. При этом фундаментальные различия в первоначальном мандате, миссии, регуляторном фокусе и инструментарии, а также культуре сохраняются, так что степень слаженности взаимодействия указанного тандема вызывает определенные сомнения;
- Федеральная корпорация по страхованию депозитов получила в свое распоряжение новые полномочия по реструктуризации и ликвидации финансовых институтов, в том числе конгломератов, для чего у нее пока нет соответствующих ресурсов и профессиональных навыков персонала;
- Бюро по защите потребителей финансовых услуг фактически представляет собой осколок другой, не реализованной на практике в США модели финансового регулирования — «twin peaks». Главной задачей его формирования было увеличение значения

функции защиты прав потребителей, которая зачастую играла в остальных агентствах вторичную роль. Однако тот факт, что остальная часть регулятивной системы продолжает функционировать на основе отличных от «twin peaks» принципов, может не позволить Бюро стать полноценным и самостоятельным игроком.

Новая система в целом остается фрагментарной и сложной, составляющие ее агентства крайне разнообразны по своим функциям, подчиненности, структуре и инструментарию, что ставит под вопрос возможности эффективной координации и взаимодействия между ними, а также международного сотрудничества. Органам системы регулирования предстоит совместно выработать и ввести в действие множество подзаконных нормативных актов, многие из которых требуют теснейшей координации. Таким образом, закон Додда—Франка пытается реализовать чрезвычайно амбициозную цель создания современной системы финансового регулирования, устойчивой к воздействиям кризисов, отказываясь при этом от радикальных преобразований институциональной структуры, которая, несмотря на важные инновации, в целом, со всеми ее недостатками и сложностями, остается неизменной.

4.4. Япония¹

История преобразований регулятивной сферы в Японии интересна еще и тем, что разворачивалась на фоне экономической стагнации, охватившей эту азиатскую страну с конца 80-х гг. XX в. Пертурбации в реальном секторе экономики сопровождались кризисом плохой задолженности, потрясениями на фондовом рынке, коррупционными скандалами, крахами и реструктуризациями финансовых организаций. Поэтому структура органов регулирования во многом отражает стремление разорвать с докризисной практикой, устранить конфликты интересов и перейти к полноценному профессиональному надзору.

До 1998 г. регулятивная деятельность осуществлялась в Японии специальным департаментом Министерства финансов. Кроме того, Банк Японии занимался банковским надзором на контрактной основе с финансовыми учреждениями, желающими получить доступ к платежной системе. Наиболее радикальная реструктуризация системы финансового регулирования Японии произошла в 1998 г. с образованием Агентства финансовых услуг (FSA), интегрированного регулятора с полномочиями по надзору и регулированию банковского, страхового и фондового

¹ Yokoi-Arai M. and Morishita T. (2015). *Evolving Supervisory and Regulatory Approaches of Japan in the Post-Crisis Era / Institutional Structure of Financial Regulation. Theories and International Experience.* Eds. R. Hui Huang and D. Schoenmaker. L. and NY: Routledge. P. 166–189.

секторов. Выделение из структуры Минфина объяснялось прежде всего стремлением развести регуляторную функцию с фискальной. В качестве целей деятельности FSA обозначалось обеспечение стабильности финансовой системы и бесперебойного функционирования финансового посредничества, защита вкладчиков, держателей страховых полисов, инвесторов и других потребителей финансовых услуг. Соответственно, FSA получило в свое распоряжение функции лицензирования финансовых институтов, надзора и депозитного страхования, а позже, в 2001 г. — еще и реструктуризации финансовых организаций.

FSA возглавляет министр, политический назначенец, а административное управление осуществляет комиссионер, назначенный из числа сотрудников. В структуре Агентства, в котором работает более полутора тысяч человек, есть три основных департамента: планирования и координации, надзорный и инспекционный. Первый занимается подготовкой нормативных актов и других инициатив, второй отвечает за удаленный мониторинг финансовых организаций, а третий — за их непосредственные проверки «на местах» (подобное разделение полномочий является уникальной характеристикой японской системы).

Макропруденциальная политика осуществляется на коллегиальной основе Советом по реагированию на финансовые кризисы, который возглавляется премьер-министром и в состав которого входят главы FSA, Минфина, Банка Японии и секретарь кабинета министров. В случае необходимости средства со специального счета могут быть использованы для финансовой поддержки несостоятельных финансовых организаций или для покупки акций и других видов вливаний капитала.

Для привнесения транспарентности в законодательный и регуляторный процесс при FSA создан Финансовый совет, в состав которого могут входить до 30 членов. На сегодняшний день более половины из них представляют академическую науку, и, напротив, представители финансового сектора отсутствуют. Главная функция Совета — консультировать министра по финансовым услугам в случае рассмотрения важных вопросов в сфере государственной политики финансового регулирования. Хотя министр не обязан следовать рекомендациям Совета, к его решениям обычно относятся с уважением. Заседания и протоколы Совета открыты для публики.

Включение FSA в структуру правительства способствовало разрешению кризиса плохих долгов и проведению реструктуризации несостоятельных финансовых учреждений. Однако риск заключается в возникновении конфликта интересов между политикой других правительственных министерств и агентств, направленной на обеспечение финансовой поддержки конкретным секторам экономики, и необходимостью обеспечивать независимость FSA¹.

¹ *Yokoi-Arai M. and Morishita T. Op. cit. P. 188.*

4.5. Гонконг¹

Регулятивная модель Гонконга сохраняет основные черты отраслевой системы и состоит из трех компонентов: правительство, регуляторы и саморегулируемые организации (СРО).

Роль правительства заключается в формулировании и реализации политики, а также в принятии необходимого законодательства. При этом правительство не занимается рутинными регулятивными процедурами, а может лишь вмешиваться в процесс в экстраординарных ситуациях, угрожающих финансовой стабильности, когда необходима координация действий регуляторов.

Регуляторы — это государственные органы, осуществляющие повседневные контрольно-надзорные процедуры. Так, лицензирование депозитных учреждений и регулирование операций банковского сектора (не только кредитно-депозитных сделок самих банков, но и прочих операций их дочерних организаций) осуществляет Управление денежного обращения Гонконга. Из регуляторов Гонконга этот орган обладает наиболее внушительными кросс-секторальными полномочиями. Комиссия по ценным бумагам и фьючерсам регулирует деятельность участников соответствующих рынков и лицензирует специализированные институты. Независимое страховое агентство с 2015 г. осуществляет регулирование и надзор за страховыми операциями. Кроме того, Агентство является правопреемником трех ранее действовавших СРО страхового рынка. В Гонконге действует также специализированный регулятор рынка обязательных пенсионных накоплений.

СРО, в свою очередь, обеспечивают реализацию интересов своих участников и облегчают регуляторный процесс. Ассоциация банков Гонконга и Ассоциация депозитных учреждений способствуют проведению консультаций бизнеса с правительством и надзорными органами по регулятивным вопросам, а также обеспечению защиты прав потребителей. Биржевой холдинг Hong Kong Exchanges and Clearing Limited устанавливает правила, обязательные для всех участников листинга, клиринга и биржевой торговли. Федерация страховщиков Гонконга является СРО страховой индустрии.

Координация действий между правительством, регуляторами и СРО осуществляется в рамках специально созданных совещательных органов (в частности, по финансовому регулированию и финансовой стабильности), а также с помощью двусторонних меморандумов. Сложность регулятивной системы и перекрывающиеся полномочия ее участников стали предметом специального доклада МВФ, выпущенного после азиатского

¹ Arner D.W. and Gibson E. (2015). Financial Regulatory Structure in Hong Kong. Institutional Structure of Financial Regulation / Institutional Structure of Financial Regulation. Theories and International Experience. Eds. R. Hui Huang and D. Schoenmaker. L. and NY: Routledge. P. 190–231.

финансового кризиса¹. В качестве ключевого недостатка в докладе указывалась недостаточная способность Управления денежного обращения Гонконга осуществлять контроль за небанковскими операциями универсальных банков, а также наличие регуляторного арбитража, что ярко проявилось в ходе глобального финансового кризиса.

Отличительной чертой системы финансового регулирования в Гонконге является постоянная транспарентная работа по совершенствованию правил функционирования национальных финансовых рынков и по повышению эффективности деятельности регуляторов. При Комиссии по ценным бумагам и фьючерсам действует на постоянной основе дискуссионная площадка по повышению качества процессов регулирования и надзора (Process Review Panel). Сам регулятор разработал и придерживается внутренних правил корпоративного управления, публично отчитываясь об уровне корпоративного управления внутри себя. В части корпоративного управления регулятор мало чем отличается от рыночно ориентированной корпорации. Организационная структура построена по принципам и подобию эффективной корпорации и включает совет директоров (в том числе независимых директоров), комитеты совета директоров, а также исполнительные органы. Комиссия по ценным бумагам и фьючерсам также ежегодно проходит аудиторскую проверку у одной из крупнейших мировых аудиторских групп².

Общепринятой практикой в Гонконге является публикация регуляторами результатов консультаций с участниками рынка и (или) другими регуляторами и международными финансовыми организациями по тому или иному блоку вопросов совершенствования регулирования финансового рынка. Эти публикации являются важными целями дальнейшей модернизации регулирования, на которые ориентируются сами регуляторы и законодатели в последующей законотворческой и нормотворческой работе. Под влиянием новых стандартов, разработанных после кризиса международными финансовыми организациями под руководством Совета по финансовой стабильности (FSB) и «Группы 20» (G20), регуляторная среда Гонконга в последние годы претерпевает серьезные изменения. Однако институциональная структура пока сохраняется в прежнем виде, со всеми недостатками и потенциальными изъянами. В Гонконге активно обсуждается вопрос о переходе к модели «twin peaks»³.

¹ IMF (2003). People's Republic of China — Hong Kong Special Administrative Region: Financial System Stability Assessment. IFF Country Report. No. 03/191.

² Securities and Futures Commission (2015). Annual Report 2014–2015. Hong Kong: Securities and Futures Commission.

³ *Arner D. W. and Gibson E.* (2015). Financial Regulatory Structure in Hong Kong. / Institutional Structure of Financial Regulation. Theories and International Experience. Eds. R. Hui Huang and D. Schoenmaker. L. and NY: Routledge. P. 190–231; Michael B. (2014). The «Twin Peaks» Regulatory Model: The Future of Financial Regulation? // *Banking Today*. Mar-Apr. P. 3–7.

4.6. Китай¹

Текущая структура системы регулирования в Китае соответствует отраслевому типу. Центральный банк отвечает за монетарную политику и поддержание финансовой стабильности (в 2003 г. функции банковского надзора были переданы специально созданному для этого агентству, одновременно осуществляющему пруденциальный контроль и следящему за соблюдением рыночных правил). Фондовый и страховой секторы рынка также находятся под регулятивным контролем отдельных агентств, совмещающих обе эти функции. Кроме того, Министерство финансов обладает полномочиями по налогообложению и бухучету, Национальная комиссия по развитию и реформам одобряет выпуск облигаций предприятий, а Национальное агентство аудита контролирует финансовые операции государственных финансовых учреждений. Наряду с этим в Китае действует ряд важных СРО, включая Китайскую банковскую ассоциацию, Страховую ассоциацию Китая и др., а также национальные биржевые институты.

Среди проблем регулятивной практики Китая можно выделить следующие:

- недостаточная независимость всех агентств, а также Народного банка Китая, оперирующих в тесной координации с действиями правительства. Соответственно, принадлежащие государству финансовые институты оказываются «слишком большими, чтобы их регулировать», а СРО также лишь формально считаются независимыми от правительства;
- ресурсные ограничения и «захват регулятора», выражающиеся в трудностях по удержанию квалифицированного персонала регулятивных агентств, а также в практике «вращающихся дверей», когда старшие регуляторы покидают государственную службу, чтобы стать руководителями частных компаний;
- несоответствие требованиям финансовой модернизации и инноваций, когда система регулирования оказывается неготовой к конгломерации, регулятивному арбитражу, сложным финансовым инструментам и противодействию системным рискам. Так, в середине первого десятилетия XXI в. законодательство Китая формально допустило снятие традиционного запрета для банков участвовать в операциях на других секторах финансового рынка.

Некоторые исследователи считают, что в долгосрочной перспективе для архитектуры органов финансового регулирования в Китае предпочтительным является движение в направлении модели «twin peaks», при-

¹ Hui Huang R. (2015). Institutional Structure of Financial Regulation in China / Institutional Structure of Financial Regulation Theories and International Experience. Eds. R. Hui Huang and D. Schoenmaker. L. and NY: Routledge. P. 232 – 258.

чем в качестве образца следует взять австралийскую, а не британскую ее версию. В основе такого предположения лежит тот факт, что именно к австралийской модели (которую иногда также именуют «трехпиковой» (three-peaked)¹, в отличие от моделей, в которых центральный банк одновременно имеет часть функций по надзору в банковском секторе) ближе всего текущая китайская модель регулирования, в которой центральный банк лишен функций регулирования/надзора и существуют отраслевые регуляторы.

Однако в краткосрочном аспекте эксперты предлагают занять более осторожную позицию, копируя больше посткризисную модель регулирования, утвердившуюся в США. Такой подход объясняется в основном недостаточным уровнем развития китайской финансовой системы и относительно недавними сроками действия нынешней национальной модели регулирования. В любом случае 20 августа 2013 г. правительство Китая объявило, что образует межведомственный координационный механизм, который будет возглавляться Народным банком Китая и включить в себя глав основных регулятивных агентств².

4.7. Канада³

Модель финансового регулирования в Канаде характеризуется крайне высокой сложностью архитектуры.

На рынке ценных бумаг Канады регуляторами выступают уполномоченные органы провинций и территорий, сразу три из которых являются полными членами IOSCO. На федеральном уровне провинциальными регуляторами рынка ценных бумаг создан совет (форум) под названием Канадские администраторы рынка ценных бумаг (Canadian Securities Administrators — CSA). Данный совет создавался изначально с целью развития и гармонизации подходов к регулированию рынка ценных бумаг в рамках всей страны. Однако впоследствии на первый план для данного органа вышла задача повышения уровня защиты инвесторов.

¹ Hui Huang R. Op. cit. P. 253.

² Wassener B. and Buckley C. (2013). New Chinese Agency to Increase Financial Coordination // New York Times. 21 August.

³ Подготовлено по материалам сайтов канадских финансовых регуляторов и их ассоциаций: Canadian Securities Administrators (URL: <http://www.securities-administrators.ca/>), Canadian Council of Insurance Regulators (URL: <http://www.ccir-ccra.org/en/>), Canadian Association of Pension Supervisory Authorities (URL: <http://capsa-acor.org/en/>), Canadian Insurance Services Regulatory Organizations (URL: <http://www.cisro-ocra.com/>), Joint Forum of Financial Market Regulators Joint Forum of Financial Market Regulators (URL: <http://jointforum.ca/en/>), Office of the Superintendent of Financial Institutions (URL: <http://www.osfi-bsif.gc.ca/Eng/Pages/default.aspx>), Financial Consumer Agency of Canada (URL: <http://www.fcac-acfc.gc.ca/Eng/Pages/home-accueil.aspx>), Bank of Canada (URL: <http://www.bankofcanada.ca/>).

На рынке страховых услуг регуляторами также выступают уполномоченные органы провинций и территорий. На федеральном уровне регуляторы страхового рынка провинций и территорий Канады создали ассоциацию под названием Канадский совет страховых регуляторов (Canadian Council of Insurance Regulators — CCIR). Его целью выступает усиление и продвижение действенной и эффективной системы регулирования страхового рынка в рамках всей Канады. С целью гармонизации инструментов страхового регулирования и надзора региональными страховыми регуляторами и другими заинтересованными лицами была создана также ассоциация Canadian Insurance Services Regulatory Organizations (CISRO).

Аналогичным образом в секторе пенсионных услуг была создана Ассоциация пенсионных надзорных органов провинций и территорий — Canadian Association of Pension Supervisory Authorities (CAPSA). Ее миссия — укрепление действенной и эффективной системы пенсионного регулирования в Канаде.

Национальные отраслевые ассоциации (CSA, CCIR и CAPSA) учредили в 1999 г. Объединенный форум регуляторов финансового рынка (Joint Forum of Financial Market Regulators), целью которого является постоянное совершенствование системы регулирования рынков финансовых услуг¹. Он позиционируется как механизм, посредством которого регуляторы разных секторов финансового рынка координируют, гармонизируют и рационализируют регулирование финансовых продуктов и услуг в Канаде.

Таким образом, сформирована система, сильно отличающаяся от других национальных моделей в силу определенного своеобразия канадского законодательства, основная содержательная часть которого в сфере небанковских финансовых рынков приходится на законы провинций и территорий. Но в дополнение к сформированным на федеральном уровне ассоциациям региональных финансовых регуляторов в Канаде действуют также и «чисто национальные» финансовые регуляторы — Office of the Superintendent of Financial Institutions (OSFI) и Financial Consumer Agency of Canada (FCAC), а также Банк Канады.

OSFI был создан в 1987 г. для регулирования и надзора финансовых институтов и пенсионных планов, являющихся субъектами федерального контроля. В сферу его компетенции входят все банки Канады и представительства иностранных банков, а также инкорпорированные (или зарегистрированные) на федеральном уровне трасты, страховые компании, ассоциации кредитных кооперативов, «братские общества взаимопомощи» и пенсионные планы. В мандат OSFI не входят вопросы взаимодействия финансовых институтов с клиентами, а также индустрия ценных бумаг.

¹ Представители CISRO также принимают участие в работе данного форума.

FCAC было создано в 2001 г. как независимый орган для повышения уровня защиты и информирования потребителей финансовых продуктов и услуг. В 2010 г. в сферу компетенции FCAC была включена задача надзора за сетевыми операторами платежных карт и их коммерческими практиками. В 2014 г. в рамках FCAC правительством Канады был сформирован первый Financial Literacy Leader в целях координации деятельности по повышению уровня «финансовой способности» (financial literacy). В целом перечень поднадзорных FCAC финансовых институтов совпадает с перечнем институтов, поднадзорных OSFI, отличаясь в части сетевых операторов платежных карт (поднадзорные для FCAC, но не для OSFI), а также в части представительств иностранных банков, ассоциаций кредитных кооперативов и «братских обществ взаимопомощи» (поднадзорные для OSFI, но не для FCAC).

Банк Канады выполняет надзорные функции только в отношении рыночной инфраструктуры (институты платежной системы, а также расчетно-клиринговых систем).

Таким образом, в Канаде фактически сосуществуют две модели финансового регулирования: на региональном уровне — традиционная отраслевая модель регулирования, на федеральном уровне — модель «twin peaks» (за исключением участников рынка ценных бумаг, полностью относящихся к региональному уровню регулирования и надзора).

ГЛАВА 5

ВНЕДРЕНИЕ МЕГАРЕГУЛИРОВАНИЯ В РОССИИ

5.1. История изменения моделей и институционального дизайна финансового регулирования в России

Традиционно в отечественной литературе в качестве точки отсчета развития российского финансового рынка называется 19 июня 1990 г., когда было принято Постановление Совета Министров СССР, утвердившее Положение об акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью и Положение о ценных бумагах. Но СССР просуществовал после этого совсем недолго, а в рамках уже нового государства — Российской Федерации — аналогичное Положение об акционерных обществах было утверждено 25 декабря 1990 г. Постановлением Совмина РСФСР № 601.

Однако основы первой версии институционального дизайна финансового регулирования в части небанковского сектора заложило другое, несколько более позднее Постановление Правительства РСФСР от 28 декабря 1991 г. № 78 «Об утверждении Положения о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР». Этим документом ряд правоприменительных функций (прежде всего, лицензирование, а также регистрация выпусков ценных бумаг) в области финансового рынка были возложены на Министерство экономики и финансов, а после разделения этого министерства данные функции оказались в ведении Минфина России.

В этот период времени сложилась достаточно своеобразная (впрочем, отчасти похожая на ранний период развития китайского финансового рынка) ситуация — в отсутствие комплексного законодательства на небанковском финансовом рынке правоустановление осуществлялось Постановлениями Правительства и Указами Президента, а правоприменение — Министерством финансов. Впрочем, с весны 1992 г. Министерство финансов также начало достаточно активную деятельность по принятию нормативных актов в развитие Постановления Правительства РСФСР № 78, добавив к функциям правоприменения функции правоустановления.

В банковском секторе законодательные основы деятельности банков и надзора за их деятельностью были созданы в конце 1990 г. — в дека-

бре были приняты Закон о банках и банковской деятельности и Закон о Центральном банке Российской Федерации (Банке России). Последним прямо определялись функции регулирования и надзора Банка России по отношению к банковской системе, включая нормотворчество (издание обязательных к исполнению нормативных актов, установление правил проведения банковских операций, бухгалтерского учета и отчетности для банковской системы, а также правил проведения расчетов), лицензирование, надзор и инфорсмент в отношении кредитных организаций. В нем также содержалось прямое указание на то, что «Банк России является органом банковского регулирования и надзора за деятельностью кредитных организаций».

В Законе о банках и банковской деятельности устанавливались полномочия Банка России в части макропруденциальной политики. На Банк России данным Законом, в частности, были возложены следующие обязанности:

- разработка и проведение политики развития и обеспечения стабильности функционирования финансового рынка Российской Федерации (во взаимодействии с Правительством Российской Федерации);
- осуществление мониторинга состояния финансового рынка Российской Федерации, в том числе для выявления ситуаций, угрожающих финансовой стабильности;
- представление в Государственную Думу проекта основных направлений развития и обеспечения стабильности функционирования финансового рынка Российской Федерации.

Следует отметить, что данные законодательные нормы оказались исключительно устойчивы и практически в неизменном виде сохранились вплоть до настоящего времени (даже несмотря на принятие в 2002 г. нового закона о Центральном банке).

На рынке страховых услуг модель регулирования и надзора была сформирована Законом «Об организации страхового дела в Российской Федерации», принятым 27 ноября 1992 г. В соответствии с этим законом функции лицензирования, надзора и инфорсмента должны были осуществляться Федеральной службой России по надзору за страховой деятельностью, действующей на основании Положения, утверждаемого Правительством Российской Федерации (в редакции закона от 31 декабря 1997 г. — федеральным органом исполнительной власти по надзору за страховой деятельностью, действующим на основании Положения, утверждаемого Правительством Российской Федерации).

Новая редакция закона учитывала организационные изменения, выразившиеся в том, что с сентября 1996 г.¹ функции страхового надзора

¹ Функции были переданы в соответствии с Указом Президента РФ от 14 августа 1996 г. № 1177 «О структуре федеральных органов исполнительной власти».

(по март 2004 г.) выполнял Департамент страхового надзора Министерства финансов РФ.

Данный закон фактически исходил из достаточности законодательных норм как правовой основы деятельности страховых организаций, не предполагая дополнение их подзаконными актами. Однако довольно быстро практика функционирования страховой отрасли привела к необходимости дополнения законодательных норм ведомственными правовыми актами. В результате функции нормотворчества на рынке страховых услуг по факту реализовывались Министерством финансов, логически дополняя функции правоприменения, осуществлявшиеся соответствующим департаментом того же министерства. Правовые основы осуществления этих функций создавались уже «по ходу дела».

В Постановлении Правительства Российской Федерации от 19 августа 1994 г. № 984 «Об утверждении Положения о Министерстве финансов Российской Федерации» не содержалось никаких норм, касающихся страхования и страховой отрасли. В Постановлении Правительства Российской Федерации от 6 марта 1998 г. № 273 «Об утверждении Положения о Министерстве финансов Российской Федерации» в функции Министерства финансов были включены лицензирование и надзор в отношении страховых организаций. И лишь начиная с 2004 г. (с момента принятия Положения о Министерстве финансов РФ, утвержденного Постановлением Правительства РФ от 30 июня 2004 г. № 329) Министерство финансов получило достаточные правовые основания для выполнения правоустанавливающих функций в отношении страхового рынка в полном объеме.

После принятия вышеперечисленных законов в России некоторое время сосуществовали две модели регулирования на финансовом рынке: в банковском секторе — отраслевая модель, в прочих секторах — прототраслевая модель, которая на рынке ценных бумаг не превратилась в отраслевую даже после формального учреждения (в 1993 г.) специализированного финансового регулятора.

В соответствии с Распоряжением Президента Российской Федерации от 9 марта 1993 г. № 163-рп «О Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам при Президенте Российской Федерации» был образован коллегиальный орган регулирования рынка ценных бумаг, в состав которого вошли представители всех органов исполнительной власти, функции которых включали какие-либо вопросы финансового рынка, а также Центрального банка и фондовых бирж. Однако реальной деятельности данная Комиссия не осуществляла, и в настоящее время нет достаточных оснований считать, что она когда-либо собиралась вплоть до принятия Закона о рынке ценных бумаг.

Формально в стране появилась система, состоявшая из четырех регуляторов небанковского финансового сектора¹. Один из них (Комис-

¹ Не считая органа по антимонопольной политике, который в отдельные периоды явно пытался стать одним из финансовых регуляторов.

сия по ценным бумагам и фондовым биржам) не имел четко определенных функций (реально активную нормотворческую и надзорную деятельность регулятор начал только в 1996 г., после вступления в действие Закона о рынке ценных бумаг). Два других (Министерство финансов и Государственный комитет Российской Федерации по управлению государственным имуществом — Госкомимущества) совмещали функции правоустановления и правоприменения. Орган надзора на страховом рынке (Госстрахнадзор, затем — Росстрахнадзор) осуществлял в основном функции надзора, не имея правоустанавливающих функций (за исключением установления условий лицензирования). При этом выдерживалась достаточно четкая линия разграничения сфер ответственности между органами, занимавшимися правоустановлением, — Госкомимущества занимался вопросами приватизации (и связанным с ними выпуском ценных бумаг) и развития чековых инвестиционных фондов, а Минфин в целом сохранил сферу ответственности, установленную Постановлением № 78. Такое усиление специального органа было напрямую связано с важностью приватизации для становления финансового рынка.

Модель регулирования небанковского сектора российского финансового рынка кардинально изменилась в 1996 г. с принятием Федерального закона от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг». Согласно этому закону, все функции регулирования и надзора за рынком ценных бумаг закреплялись за Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) как федеральным органом исполнительной власти, все члены которого назначались Президентом РФ (с 2000 г. Президентом РФ назначался только Председатель ФКЦБ, а все остальные члены — Правительством РФ). В 1996 г. Указом Президента «О структуре федеральных органов исполнительной власти» функции упраздняемой Федеральной службы России по надзору за страховой деятельностью были переданы Министерству финансов Российской Федерации.

В результате три основных сектора финансового рынка в 1996 г. перешли к примерно одинаковой модели регулирования и надзора, которую правомерно назвать отраслевой моделью. При этом в банковском секторе и на рынке ценных бумаг все регулятивные функции (правоустановление, лицензирование, надзор и инфорсмент) были сконцентрированы в одном органе (соответственно в Банке России и в ФКЦБ России), в то время как формально сохранявшее полномочия по правоустановлению в этих секторах Министерство финансов ими не пользовалось. В страховом секторе все регулятивные функции (правоустановление, лицензирование, надзор и инфорсмент) оказались сконцентрированы в Министерстве финансов, что формально не вполне соответствовало понятию отраслевой модели регулирования, но с содержательной точки зрения следует признать, что и в этом секторе сформировалась отраслевая модель. Главным результатом преобразования моделей регулирования и надзора на финансовом рынке в 1996 г. стало их соответствие тогдашней передовой практике

в области финансового регулирования и надзора, прежде всего в части тенденций к концентрации функций регулирования и надзора в едином органе в рамках отдельных секторов финансового рынка.

Такая модель просуществовала в России с небольшими изменениями¹ до марта 2011 г., когда Указом Президента РФ № 270 Федеральная служба страхового надзора была присоединена к Федеральной службе по финансовым рынкам (ФСФР) и функции ФССН переданы ФСФР. Федеральная служба страхового надзора была образована в соответствии с Указом Президента РФ от 9 марта 2004 г. № 314 «О системе и структуре федеральных органов исполнительной власти» и Постановлением Правительства РФ от 30 июня 2004 г. № 330 «Об утверждении Положения о Федеральной службе страхового надзора».

В период 1996–2011 гг. основные изменения происходили в рамках модели регулирования и надзора на рынке ценных бумаг. Следует выделить три наиболее значимых изменения.

Во-первых, данный сектор в плане конфигурации регулирования существенно расширился. Кроме собственно рынка ценных бумаг, в ведение ФКЦБ/ФСФР постепенно вошли также рынок производных финансовых инструментов, рынок услуг институтов коллективных инвестиций (строго говоря, с 1995 г.), товарные биржи и товарные брокеры, микрофинансовые организации, кредитные кооперативы, жилищно-строительные кооперативы и другие финансовые институты. Распространение полномочий регулятора рынка ценных бумаг на рынок производных финансовых инструментов и на рынок услуг институтов коллективных инвестиций в полной мере соответствует сложившейся в рамках отраслевой модели регулирования мировой практике. Однако наряду с этим с 2000 г. наблюдается стремление ФКЦБ к расширению сферы регулирования и надзора за счет других типов финансовых организаций, а также аудиторских компаний, а с 2004 г. наблюдается тенденция к смене модели регулирования с отраслевой на интегрированную и соответственно к превращению ФСФР в мегарегулятор (собственно, смена названия на Федеральную службу по финансовым рынкам уже предполагала расширение полномочий регулятора).

¹ Даже административная реформа 2004 г. не изменила кардинально данную систему. В дополнение к отмеченным изменениям на страховом рынке Указ Президента РФ от 9 марта 2004 г. № 314 «О системе и структуре федеральных органов исполнительной власти» на относительно короткое время ввел в число финансовых регуляторов Министерство здравоохранения и социального развития, поручив ему осуществлять нормативное регулирование в отношении деятельности негосударственных пенсионных фондов и их управляющих компаний и специализированных депозитариев. Как представляется, данное обстоятельство, несмотря на его внешнюю нелогичность, тем не менее соответствовало практике регулирования и надзора пенсионного сектора, применяемой в мире. Подробнее об особенностях пенсионного сектора финансового рынка, предопределяющих более низкую его интеграцию в единую национальную финансовую систему, см. вставку в п. 2.3.

Во-вторых, в течение данного периода существенно менялись внутренние приоритеты деятельности ФКЦБ/ФСФР. С 1996 г. основные усилия были сосредоточены на создании правовых основ функционирования финансового рынка (т.е. на правоустановлении), в то время как функции надзора и инфорсmenta находились на втором месте. После принятия Федерального закона от 5 марта 1999 г. № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» функции ФКЦБ/ФСФР были существенно скорректированы в части усиления роли деятельности по защите инвесторов. Кроме того, что данная трансформация задач регулятора полностью соответствовала традиционным представлениям о том, что защита интересов инвесторов является важнейшей целью финансовых регуляторов, она также важна в плане дополнения микропруденциальных полномочий регулятора функцией обеспечения правил ведения бизнеса на финансовом рынке и усиления значения последней в структуре задач регулятора.

Однако примерно с 2006–2007 гг. наблюдался обратный процесс — активность регулятора по обеспечению надежной защиты прав и законных интересов инвесторов сокращалась. В этот период наиболее заметные достижения были в основном нацелены на рост технологичности фондового рынка: создание центрального депозитария и центрального контрагента, переход к современным стандартам расчетов и т.д. Наряду с этим велась и работа по совершенствованию защиты прав инвесторов — как ответ на дефолты появились собрания держателей облигаций, проведена модернизация Кодекса корпоративного управления, разработан и принят закон о противодействии манипулированию рынком и инсайдерской торговле, модернизированы правила листинга. Однако, во-первых, некоторые из этих документов ввели слишком мягкое регулирование, не вполне соответствующее потребностям эффективной защиты инвесторов. Во-вторых, защита инвесторов, в отличие от функционирования рыночной инфраструктуры, требовала существенно больших усилий по контролю и надзору — в то время как у регулятора объективно не хватало сил и ресурсов. Наконец, многие нормативные положения, направленные на защиту интересов инвесторов, не были подкреплены санкциями за их неисполнение. К тому же в системе органов власти не нашлось других институтов, кроме ФСФР России, заинтересованных в усилении защиты инвесторов. Напротив, многочисленные лоббисты преследовали цели ослабления законодательной основы защиты инвесторов. Очень показательный пример — Закон о противодействии манипулированию рынком и инсайдерской торговле в Государственной думе оказался в значительной мере выхолощенным.

После окончания действия Программы развития рынка капитала (2007), финансируемой Всемирным банком, возможности регулятора по эффективной разработке стратегических программ, прогнозированию

развития рынка, адекватному учету достижений мировой практики регулирования, в том числе в части защиты интересов инвесторов, кардинально сократились. В этих условиях неизбежно возросла роль профессиональных участников рынка (в первую очередь бирж и крупнейших брокеров), указывавших регулятору на наиболее острые, с их точки зрения, проблемы. Эти проблемы, естественно, касались в основном барьеров для их эффективной деятельности, в то время как проблемы мелких частных инвесторов отошли на второй план.

В последние годы существования ФСФР ее деятельность и усилия законодателей в области защиты инвесторов сузились до потребностей, характерных для крупных институциональных инвесторов, прежде всего иностранных. Эта группа инвесторов имеет намного больше возможностей защищать свои интересы. В силу больших объемов инвестиций они легко идут на судебные издержки, и поэтому их, как правило, мало интересуют вопросы, не связанные с низким уровнем корпоративного управления¹.

В-третьих, изменилась подотчетность регулятора на рынке ценных бумаг. С 2004 г., с преобразованием ФКЦБ в ФСФР, данный орган стал подотчетен Правительству РФ, в то время как ранее он был подотчетен Президенту РФ (при проектировании регулятора в 1990-х гг. был взят за пример опыт США, элементы которого постепенно отбрасывались, пока в 2004 г. не была сформирована принципиально новая система подотчетности и подчиненности, уже никак не соответствовавшая американским образцам).

Кроме того, важнейшим фактором функционирования ФКЦБ/ФСФР являлась конфронтация с Банком России. Наиболее острые формы эта конфронтация принимала в 1996–2000 гг., во многом благодаря личностным противоречиям. В последующем острота противостояния была несколько снижена, однако она сохранялась вплоть до конца существования ФСФР, так как в основе конфликта лежали объективные факторы.

В 2011 г., после присоединения Федеральной службы страхового надзора к Федеральной службе по финансовым рынкам, в небанковском секторе российского финансового рынка возникла частично интегрированная модель регулирования и надзора, которая является переходной стадией от отраслевой модели к интегрированной. Как показывает мировой опыт, данная модель часто предшествует формированию мегарегулятора. И вполне естественно, что вопрос о создании мегарегулятора после этого стал крайне актуальным.

¹ Весьма показательной была позиция этой группы инвесторов при обсуждении нового механизма листинга: они выказали полное безразличие в отношении тех положений проекта нормативного документа, которые, аналогично правилам листинга зарубежных бирж, направлены на защиту мелких частных инвесторов, см.: Данилов Ю. (2013). Унижение акционеров // Эксперт. № 50.

5.2. Дискуссия о мегарегуляторе

Дискуссия о необходимости создания мегарегулятора на финансовом рынке в Российской Федерации проходила волнообразно с конца 1990-х — начала 2000-х гг.

Первым толчком к развитию этой дискуссии стал анализ последствий кризиса 1997–1998 гг., приведшего к фактическому разрушению российского финансового рынка. Рекомендации, сделанные по итогам такого анализа, как правило, включали в себя предложение создать мегарегулятор. Так, консультанты компании «Кадоган Файненшл» в аналитической записке «Перспективы возрождения и развития российского рынка капитала» писали: «Мы бы рекомендовали пересмотреть всю систему регулирования рынка капиталов в целом, с ориентиром на клиента как потребителя всего многообразия финансовых продуктов, нуждающегося в защите регулятора в отношении каждого из продуктов. Возможно, идеей было бы объединение всех органов регулирования рынка ценных бумаг под крышей одного мегарегулятора»¹.

Первый этап этой дискуссии, ограниченный периодом 2000–2004 гг., был связан с реакцией на новации в мировой практике финансового регулирования и на сопутствовавший им обмен мнениями о целесообразности перехода к интегрированной модели. На данном этапе в основном проходили экспертные обсуждения и межведомственные консультации.

Единственный случай вынесения данного вопроса на более высокий уровень — ноябрь 2003 г., когда создание мегарегулятора обсуждалось на заседании Правительства, по итогам которого Минфину, Минэкономразвития и другим ведомствам было поручено представить свои предложения². Большинство экспертов склонялись к тому, что идея создания мегарегулятора в России преждевременна³, а существующие проблемы взаимодействия финансовых регуляторов лучше решать через уточнение в законодательстве распределения компетенций, полномочий и сфер их ответственности и ликвидации «белых пятен» в законодательном регулировании ряда секторов финансового рынка⁴. Дискуссия постепенно затухла как вследствие наблюдавшегося среди экспертов относительного консенсуса по данному вопросу, так и по причине того, что главные регуляторы на финансовом рынке — Банк России и ФКЦБ — в конечном

¹ Цит. по: Депозитариум. 1999. № 9 (18). URL: <https://www.nsd.ru/ru/press/depo/archive/18/article4.htm>

² Как создавался финансовый мегарегулятор (2012). История вопроса // Коммерсантъ. 7 сентября. URL: www.kommersant.ru/doc/2016887

³ Миркин Я. М. (2002). Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М.: Альпина Паблишер. С. 348.

⁴ Данилов Ю. А., Петрова Г. В., Дробышевский С. М., Золотарева А. Б. (2000). Финансовые рынки. Серия «Правовое обеспечение экономических реформ». М.: ГУ ВШЭ. С. 42, 46–57.

счете не поддержали переход к мегарегулированию, предпочитая наращивать свои полномочия в рамках отраслевой модели.

Так, в монографии, написанной авторским коллективом под руководством И. Костикова, тогдашнего руководителя ФСФР России, говорится: «...необходимо четко разделять вопросы повышения эффективности регулятора... и создания мегарегулятора. Создание мегарегулятора на финансовом рынке будет иметь смысл только в том случае, если он будет более эффективным, чем традиционный регулятор, поскольку само по себе создание мегарегулятора отнюдь не гарантирует его эффективность. ...Условием эффективности регулятора является... наличие у него полномочий, достаточных для решения задач эффективного регулирования рынка, и необходимого уровня независимости»¹. Справедливости ради необходимо отметить, что такая позиция в некоторой степени диктовалась неуверенностью руководства ФКЦБ в том, что именно на базе этого ведомства будет сформирован мегарегулятор.

Второй этап российской дискуссии о мегарегуляторе начался с преобразования в 2004 г. ФКЦБ в ФСФР, которая примерно через год после данного преобразования заявила претензии на превращение в мегарегулятор. Необходимо отметить, что к этому моменту в результате стремительного развития российского финансового рынка в течение 1999–2005 гг. вполне созрели объективные предпосылки перехода к мегарегулированию на финансовом рынке.

В 2005 г. концепция создания мегарегулятора была официально заявлена ФСФР в «Стратегии развития финансового рынка на 2006–2008 годы» (утверждена Распоряжением Правительства Российской Федерации от 1 июня 2006 г. № 793-р). В феврале 2006 г. Правительство утвердило основные принципы стратегии, однако идея независимости регулятора от исполнительной власти была отвергнута, как и передача ему контроля за банками².

Реформа системы регулирования на финансовом рынке стала одним из четырех главных направлений государственной политики по развитию финансового рынка Российской Федерации на период до 2008 г. В соответствии со Стратегией важнейшим комплексом мер в рамках данного направления названа разработка правовой нормативной базы для создания и функционирования коллегиального органа по регулированию на финансовом рынке: «Главной целью реформы регулирования российского финансового рынка является существенное повышение эффективности функционирования органа, осуществляющего регулирование финансового рынка, и уровня объективности его решений. Необходимо прора-

¹ См.: Эффективный рынок капитала: экономический либерализм и государственное регулирование (2004) / Под общ. ред. И. В. Костикова. В 2 т. Т. 2. М.: Наука. С. 556.

² Как создавался финансовый мегарегулятор (2012). История вопроса // Коммерсантъ. 7 сентября. URL: www.kommersant.ru/doc/2016887

ботать вопрос об объединении в рамках данного органа полномочий по нормативно-правовому регулированию, контролю и надзору в отношении секторов финансового рынка»¹. В плане мероприятий данной Стратегии содержались проекты указа Президента Российской Федерации и постановлений Правительства Российской Федерации по наделению федерального органа исполнительной власти, осуществляющего регулирование, надзор и контроль на финансовом рынке, статусом коллегиального органа, а также доклад Правительству РФ о передаче Федеральной службе по финансовым рынкам полномочий по нормативно-правовому регулированию, контролю и надзору во всех секторах финансового рынка, в том числе в страховой и банковской сферах.

В апреле 2007 г. руководитель ФСФР России О. Вьюгин представил Правительству доклад о передаче ФСФР полномочий по регулированию, контролю и надзору во всех секторах финансового рынка. Он констатировал, что к этому моменту сформировался ряд существенных факторов, обуславливающих необходимость превращения ФСФР России в единый орган регулирования, контроля и надзора во всех секторах финансового рынка России. Среди данных факторов были названы:

- активное формирование финансовых конгломератов на финансовом рынке России;
- резкое расширение возможностей перетока рисков между различными секторами финансового рынка России, в том числе за счет появления новых его секторов;
- общемировое сближение принципов и стандартов регулирования на различных секторах финансового рынка, ведущее к унификации целей и задач регулирования, а, следовательно, и механизмов регулирования, надзора и контроля;
- необходимость обеспечить комплексную защиту интересов розничного инвестора во всех секторах финансового рынка в условиях повышения роли розничного инвестора, как для развития финансового рынка, так и для модернизации экономики;
- необходимость снижения уровня системных рисков в целом, вне зависимости от их происхождения, в том числе за счет проведения комплексного мониторинга рисков на всем финансовом рынке;
- снижение общего уровня издержек на регулирование, обусловленное экономией на масштабе;
- необходимость обеспечения равных условий ведения бизнеса в различных сегментах финансового рынка;
- необходимость проведения единой политики по развитию всех секторов финансового рынка с целью их сохранения в составе

¹ Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на 2006–2008 годы. Утверждена Распоряжением Правительства Российской Федерации от 1 июня 2006 г. № 793-р.

национального финансового рынка в условиях значительного повышения конкуренции в рамках глобализующегося финансового рынка и в условиях вступления России в ВТО.

Первые два фактора из данного списка отражали новую реальность, сложившуюся на российском финансовом рынке.

Одним из наиболее сильных факторов формирования системного риска на финансовом рынке является создание финансовых холдингов (финансовых конгломератов). В России в начале 2000-х гг. процесс формирования финансовых холдингов шел активными темпами. В результате к началу 2007 г. десять из 15 крупнейших банков входили в состав широко диверсифицированных финансовых холдингов, еще два банка имели общих владельцев с брокерско-дилерскими или управляющими компаниями. В России к этому времени сформировалось более 30 крупных финансовых групп, включающих, как правило, финансовые организации, предоставляющие профессиональные услуги по меньшей мере в двух сегментах финансового рынка. Все это означает переход к конкуренции финансовых конгломератов на всем финансовом рынке, что традиционно признается главной предпосылкой перехода к мегарегулированию.

Переток рисков между различными сегментами финансового рынка в значительной мере был связан с коммерческими банками. Они в начале 2000-х гг. стали главными агентами по переносу рисков между различными секторами финансового рынка. Деятельность коммерческих банков в качестве посредника и одновременно инвестора на рынках акций и облигаций стирает барьеры между различными секторами финансового рынка, делая его абсолютно открытым для рисков, возникающих в банковском секторе. Особенно опасна тенденция концентрации рисков на одного клиента в случае кредитования банками своих клиентов, осуществляющих маргинальные операции с ценными бумагами. Аналогичное наложение рисков возникает в случае кредитования профессионального участника рынка, не являющегося кредитной организацией, который, осуществляя брокерские услуги, предоставляет своим клиентам заемные средства на цели ведения операций с ценными бумагами. В отличие от предыдущей ситуации в данном случае риски первоначально распределяются между банком и брокером, однако в случае наступления кризисной ситуации эти риски могут накладываться друг на друга.

И, наконец, в банковском секторе сформировался дополнительный риск, связанный с резким увеличением объема кредитования населения. Среди заемщиков значительна доля тех, кто взял кредит на цели инвестирования в ценные бумаги. По различным экспертным оценкам, от 30 до 90% физических лиц, инвестирующих в акции, делали это с привлечением кредитных ресурсов¹.

¹ Структурная модернизация финансовой системы России (2010). Аналитический доклад. М.: Институт современного развития. С. 251.

Второй этап дискуссии также сошел на нет практически сразу после заседания Правительства РФ, на котором был представлен данный доклад. Причиной этого стало неразрешимое противоречие, связанное с формой организации мегарегулятора. По мнению части участников заседания, для создания полноценного мегарегулятора нужно менять Конституцию, после чего вопрос «замылился»¹.

Третий этап дискуссии о мегарегуляторе начался после кризиса 2007–2008 гг. В этот период в рамках внутрисерийской дискуссии о мегарегулировании впервые возникли предложения по переходу к модели «*twip reaks*». Обсуждение таких предложений инициировал, в том числе, руководитель ФСФР В. Миловидов, предложивший Центральному банку осуществлять пруденциальный надзор во всех сегментах финансового рынка в обмен на его отказ от ряда регулятивных функций в отношении деятельности банков на рынке ценных бумаг.

В отличие от первых двух этапов дискуссии о мегарегуляторе третий этап характеризовался значительно более активным участием отдельных чиновников и ключевых ведомств, в то время как содержательное обсуждение на экспертном уровне велось крайне вяло. После того как стало ясно, что программа по созданию в России международного финансового центра провалена, в экспертном сообществе сложилось понимание малой вероятности серьезных реорганизаций органов финансового регулирования.

Первый выпад в новой аппаратной дискуссии был сделан Министерством финансов, подготовившим проект указа Президента РФ, в котором предусматривалось создание мегарегулятора на базе подконтрольного Минфину Росстрахнадзора путем присоединения к нему ФСФР. Ответ противоположной стороны был зеркальным — по итогам совещания у Президента РФ было принято решение присоединить Росстрахнадзор к ФСФР, что и было закреплено в Указе Президента РФ от 4 марта 2011 г. № 270 «О мерах по совершенствованию государственного регулирования в сфере финансового рынка Российской Федерации». В соответствии с этим Указом (в его первоначальной редакции) было установлено, что «Федеральная служба по финансовым рынкам... осуществляет функции по нормативно-правовому регулированию, контролю и надзору в сфере финансового рынка Российской Федерации (за исключением банковской и аудиторской деятельности)»².

В результате фактически все полномочия по регулированию и надзору в небанковских секторах финансового рынка были сосредоточены в ФСФР России. Однако в этом же Указе аналогичные полномочия были закреплены и за Минфином: «Установить, что Министерство финансов Российской Федерации осуществляет функции по выработке и реали-

¹ Данилов Ю. (2012). Остановить монстра // Эксперт. № 46.

² Российская газета. 11 марта 2011 г. Федеральный выпуск № 5427. URL: <http://www.rg.ru/2011/03/11/ukaz-dok.html>

зации государственной политики и нормативно-правовому регулированию в сфере финансовых рынков»¹ (п. 3 Указа). Такая «мина» обеспечила блокировку нормативной деятельности ФСФР.

Очередное обострение дискуссии по вопросу создания мегарегулятора было вызвано инициативой ФСФР по решению накопившихся материально-кадровых проблем. Руководитель ФСФР Д. Панкин запрашивал дополнительно 400 штатных единиц и увеличение финансирования, включая повышение зарплат персоналу. Действительно, к 2012 г., когда появилась эта инициатива, финансовые и кадровые ресурсы ФСФР уже никак не соответствовали решавшимся ею задачам. В отличие от аналогичных структур в США, Великобритании, Австралии, Германии ФСФР России не перешла к принципу финансирования за счет взносов участников рынка. Другими словами, по функциям ФСФР России пыталась соответствовать лучшим мировым практикам, но экономическое выполнение этих функций не обеспечивалось, вопросы адекватного финансирования деятельности Службы решены не были. По сравнению с Банком России соотношение количества сотрудников надзорного блока и количества поднадзорных организаций у ФСФР было ниже примерно в 400 раз, а средняя зарплата сотрудников центральных аппаратов Банка России и ФСФР различалась почти в 4 раза.

Однако ответ на эту инициативу оказался «несимметричным» — по итогам совещания у первого вице-премьера И. Шувалова 28 августа 2012 г. было принято решение о создании единого надзорного органа за всеми участниками финансового рынка на базе Банка России, располагающего необходимыми финансовыми ресурсами. После этого последовало письмо И. Шувалова на имя Президента РФ, выступление последнего на инвестиционном форуме «Россия зовет» 2 октября 2012 г. с предложением банковскому и инвестиционному сообществу подключиться к обсуждению инициативы по созданию мегарегулятора на базе Банка России, три варианта реорганизации, подготовленные премьер-министром А. Д. Медведевым, и краткосрочное «общественное обсуждение» этих трех вариантов.

При анализе интересов сторон в ходе завершающей части дискуссии по вопросу создания мегарегулятора мы ранее высказывали мнение, что создание мегарегулятора на базе Банка России не соответствовало интересам инвесторов и отечественных финансовых посредников². Проведенный летом 2012 г. Институтом Гайдара опрос небанковских финансовых организаций максимально четко продемонстрировал неприятие небанковскими финансовыми посредниками варианта создания мегарегулятора на базе Банка России (при том, что сама идея перехода к мегарегулированию в основном вызывала поддержку).

¹ Российская газета. 11 марта 2011 г. Федеральный выпуск № 5427. URL: <http://www.gazeta.ru/2011/03/11/ukaz-dok.html>

² Данилов Ю. (2012). Остановить монстра // Эксперт. № 46.

Несмотря на это, решение о создании мегарегулятора на базе Банка России было принято, и с 1 сентября 2013 г. все полномочия по надзору во всех секторах финансового рынка были переданы Банку России, а ФСФР России была упразднена. Это решение было сугубо аппаратным, в то время как содержательные аргументы против создания мегарегулятора на базе Банка России по большому счету не рассматривались. Официально высказывавшиеся доводы в пользу такого варианта решения в значительном мере были построены либо на искаженных представлениях, либо на неверных предпосылках.

Профессиональная и политическая дискуссия о мегарегуляторе оказалась тесно переплетена с другим важным обсуждением последнего десятилетия — о формировании в России международного финансового центра, требовавшего, помимо всего прочего, коренной модернизации регулятивной среды. По всей видимости, провал реализации соответствующей программы также оказал влияние и на выбор национальной модели финансового регулирования.

Проблема заключалась в том, что государственная программа формирования международного финансового центра не была реализована, в том числе, по организационным причинам, потому, что так и не был четко определен орган, отвечающий за реализацию данной программы, за мониторинг выполнения задач, зафиксированных в ней, а также за координацию усилий различных ведомств. Весьма вероятно, что провал формирования МФЦ был связан с отсутствием центра принятия решений, имеющего необходимые возможности и полномочия по обеспечению реализации мероприятий программы. Так как Банк России расценивался как структура, обладающая значительными финансовыми, организационными и профессиональными ресурсами, передача ему полномочий мегарегулятора могла быть обусловлена потребностью во влиятельном координирующем органе реализации программ развития национального финансового рынка.

5.3. Российская практика перехода к мегарегулированию и мировой опыт

Осуществленные в 2013 г. в России преобразования финансового регулирования в целом не отвечают принципам, выработанным в ходе перехода к мегарегулированию в различных странах мира, которые были рассмотрены нами выше (см. п. 3.2).

Вместо постепенного формирования предпосылок перехода к интегрированному регулированию решение о назначении центрального банка мегарегулятором было принято спонтанно и реализовано фактически в авральном режиме.

Ни в одной стране мира с уже существующим или только формирующимся глобальным МФЦ национальный банк не является мегарегу-

литором, и, строго говоря, ни в одной развитой стране с глобальными МФЦ нет однозначных примеров, когда национальный банк выступал бы в качестве полноценного отраслевого регулятора/надзорного органа¹. Национальный банк как финансовый мегарегулятор свойствен, как было показано в главе 3, в основном относительно небольшим малоликвидным развивающимся рынкам, в которых ведущую роль играют неустойчивые трансграничные финансовые потоки. Приняв решение о создании мегарегулятора на базе центрального банка, руководство России фактически отказалось от идеи формирования в стране развитого национального финансового рынка, притягивающего благодаря своим качественным характеристикам глобальные капиталы.

На наш взгляд, в ходе обсуждения будущей архитектуры финансового регулирования не было уделено достаточного внимания конфликтам интересов и функций внутри мегарегулятора и необходимым мерам, направленным на их преодоление. Наряду со стандартными конфликтами интересов, присущими центральным банкам в роли мегарегулятора, для Банка России оказался характерен ряд дополнительных противоречий, связанных с его участием в капитале системообразующих финансовых организаций (Сбербанка России, Московской биржи и опосредованно — Центрального депозитария). С одной стороны, с учетом своих интересов как собственника Центральному банку сложно осуществлять объективный контроль деятельности поднадзорных организаций. С другой стороны, рыночные институты, в капитале которых участвует Банк России, неизбежно приобретают дополнительные конкурентные преимущества, даже если в явном виде они отсутствуют². Кроме того, как мы уже указывали, при переходе был заложен серьезный риск, что важнейшая задача защиты инвесторов окажется субординированной по отношению к другим регулятивным функциям Банка России.

Мы указывали³, что под контролем единого регулятора вероятны углубление или как минимум консервация сложившихся диспропорций российского финансового рынка (в частности, фактической дискри-

¹ Пример Сингапура является исключением, только подтверждающим общее правило. Сингапур смог достичь высокого уровня развития, используя офшорный характер сформированного здесь международного финансового центра, в рамках которого доминирующее влияние принадлежит иностранным капиталам. При обсуждении вопроса о неприемлемости опыта Сингапура для современной России следует принять во внимание также еще два фактора, внутренне присущих Сингапуру: 1) практически полное отсутствие коррупции и, соответственно, оппортунистического поведения должностных лиц; 2) присутствие исламских финансовых институтов, в отношении которых национальный банк частично теряет черты собственно банка.

² Национальная ассоциация участников фондового рынка (2012). Реформа системы регулирования и надзора на финансовом рынке. М.: НАУФОР. URL: <http://www.naufor.ru/tree.asp?n=10116>

³ Буклемишев О., Данилов Ю. (2013). Эффективное финансовое регулирование и создание мегарегулятора в России // Журнал Новой экономической ассоциации. № 3. С. 82—98.

минации небанковских институтов) с негативными последствиями для экономического развития. Отсутствие у ЦБ опыта диалога с небанковскими СРО, по нашему мнению, не могло не сказаться на эффективности реализации регулятивной функции, направленной на обеспечение стандартов ведения бизнеса.

Некоторые исследователи оценивали создание мегарегулятора на базе Банка России в качестве негативного прецедента, «когда устанавливаемые правила игры были рассчитаны не на «обезличенные» структуры вне зависимости от того, кто конкретно является их руководителем, а подразумевали индивидуально определенную конфигурацию лиц в системе управления финансовыми отношениями»¹.

Кроме отмеченных выше опасных последствий формирования мегарегулятора на базе Банка России (конфликты интересов в рамках Банка России; приобретение конкурентных преимуществ институтами, в капитале которых участвует Банк России; снижение приоритета важнейшей задачи защиты инвесторов по отношению к другим регулятивным функциям Банка России; углубление или как минимум консервация сложившихся диспропорций российского финансового рынка), необходимо также напомнить о других спрогнозированных нами последствиях²:

- уход крупнейших брокеров, уводящих и операции, и деньги клиентов, в иностранные юрисдикции;
- постепенное исчезновение региональных брокеров и брокеров, не являющихся банками и не входящих в банковские холдинги;
- деградация находящихся вне банковских технологий продуктов и услуг индустрии коллективных инвестиций и пенсионных институтов;
- снижение гибкости надзора за небанковскими финансовыми посредниками и на небанковском сегменте рынка в целом;
- унификация регулирования/надзора на основе стандартов, в меньшей степени соответствующих передовому опыту, чем стандарты, на которые ориентировалась ФСФР;
- резкий рост нагрузки как на орган надзора (количество поднадзорных организаций увеличится девятикратно), так и на поднадзорные организации (по имеющимся оценкам, в пять раз).

5.4. Первые итоги деятельности Банка России как мегарегулятора

Чтобы предварительно оценить эффективность сформированной в 2013 г. новой модели финансового регулирования и надзора с Банком

¹ *Абрамов А. Е., Акшенцева К. С., Чернова М. И.* и др. Экономика инвестиционных фондов / Под общ. ред. А. Д. Радыгина. М.: Дело, 2015. С. 288.

² *Данилов Ю.* (2012). Остановить монстра // Эксперт. № 46.

России в роли мегарегулятора, прежде всего рассмотрим баланс позитивных и негативных изменений, связанных с изменением модели регулирования финансового рынка в России, на финансовом рынке и в части выполнения им своих макроэкономических функций. Это можно сделать с двух точек зрения: проследив количественные изменения «ландшафта» финансовой индустрии за этот период и дав качественную оценку, насколько проявились описанные нами в предыдущем разделе факторы риска и в какой мере реализовались планы, заявленные самим ЦБ РФ.

5.4.1. Изменения структуры финансовой отрасли

Далеко не все последствия создания мегарегулятора на базе Банка России могут быть оценены на основе объективных параметров (в том числе в силу краткого периода, прошедшего с момента перехода), но те индикаторы, которые могут иметь количественное выражение, наиболее показательны. К ним относятся:

- 1) изменение емкости основных секторов финансового рынка;
- 2) изменение количества финансовых организаций, не являющихся кредитными организациями;
- 3) изменение соотношения активов банков и небанковских организаций;
- 4) изменение соотношения активов некредитных финансовых организаций и ВВП.

Абсолютные показатели емкости различных секторов финансового рынка не учитывают фактора замедления российской экономики, поэтому необходимо использовать относительные показатели, соотнесенные с ВВП (табл. 4).

Таблица 4

Динамика изменения соотношения емкости секторов финансового рынка России и ВВП, %

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Капитализация	59,0	65,2	46,4	40,3	38,0	29,7	35,5
Объем биржевой торговли акциями	30,3	35,2	36,7	25,4	16,0	12,6	6,9
Банковские активы	75,8	76,1	74,6	79,1	86,1	99,6	102,7
СЧА ОПИФ	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
Страховые резервы	1,3	1,2	1,2	1,3	1,4	1,2	1,2

Условные обозначения: СЧА ОПИФ — стоимость чистых активов открытых паевых инвестиционных фондов.

Источник: рассчитано по данным ФСФР России, Банка России, Росстата, Всемирной федерации бирж.

Данные табл. 4 показывают, что в терминах емкости банковский сектор не просто продолжил развиваться опережающими по сравнению

с другими секторами рынка темпами, но эти темпы существенно выросли в 2014 г., и последующее снижение соотношения банковских активов и ВВП в 2015 г. было прямо связано с необходимостью выводить из банковской системы часть избыточной ликвидности во избежание дальнейшей дестабилизации финансовой системы. «Отскок» капитализации в 2015 г., напротив, обусловлен «зашкаливающим» падением данного показателя в течение предыдущего года.

Особенно серьезным представляется сокращение степени ликвидности рынка акций. Ликвидность выступает в качестве показателя, наиболее чутко реагирующего на изменение условий функционирования рынка, в первую очередь на изменение условий инвестирования. Столь резкое снижение показателя объема биржевой торговли акциями, соотнесенного с ВВП, указывает на крайне негативный характер произошедших изменений начиная с 2013 г., т.е. с года создания мегарегулятора на базе Банка России.

После распространения полномочий Банка России по регулированию и надзору на небанковский финансовый рынок заметно сократились (по отношению к ВВП) размеры страхового сектора и сегмента открытых инвестиционных фондов. Размер этих отраслей финансового рынка в России и до того значительно уступал зарубежным аналогам, и их дальнейшее сокращение лишь усиливает дефицит функций по капиталообразованию и по перераспределению рисков, выполняемых финансовым сектором в социально-экономической системе.

Показатели российского фондового рынка значительно снизились в сравнении с другими странами БРИКС, особенно в 2014–2015 гг. (табл. 5).

Таблица 5

Показатели доли России на рынке акций стран БРИКС, %

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Доля в объеме торговли акциями стран БРИКС	4,85	4,81	6,64	4,71	2,53	1,75	0,33
Доля в капитализации стран БРИКС	10,96	12,38	12,89	12,19	12,10	5,04	5,12
Доля в объеме IPO/SPO стран БРИКС	0,48	0,68	1,38	5,68	5,67	0,26	0,27

Источник: рассчитано по данным Всемирной федерации бирж и Московской биржи.

Резкое ухудшение показателей доли России на рынке акций стран БРИКС было зафиксировано непосредственно после передачи функций регулирования на всем финансовом рынке Банку России (рис. 13). Однако было бы неправильно связывать столь значительное ухудшение показателей глобальной конкурентоспособности российского рынка акций только с действиями Банка России, в данном случае существенное воздействие оказали также находящиеся вне сферы его контроля факторы.

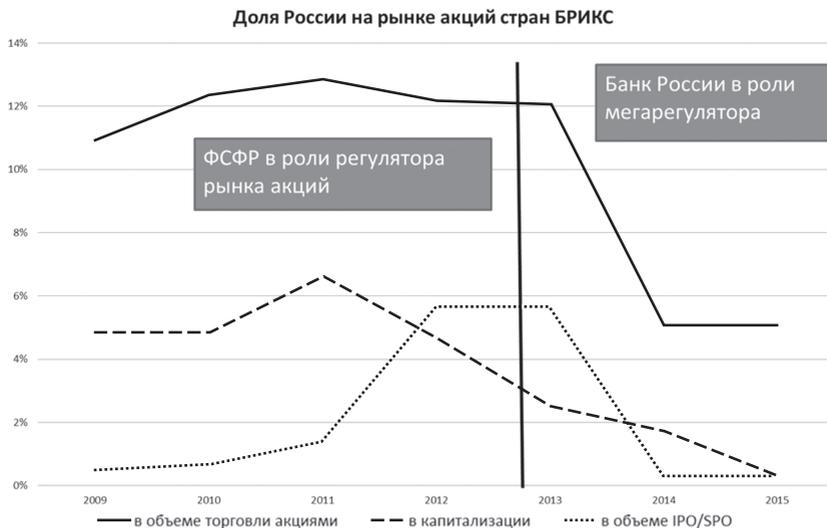


Рис. 13. Доля России на рынке акций стран БРИКС

Источник: рассчитано по данным Мировой федерации бирж и Московской биржи.

Динамика количества небанковских финансовых организаций также негативна — оно существенно сократилось после возложения функций регулирования и надзора на Банк России (рис. 14).

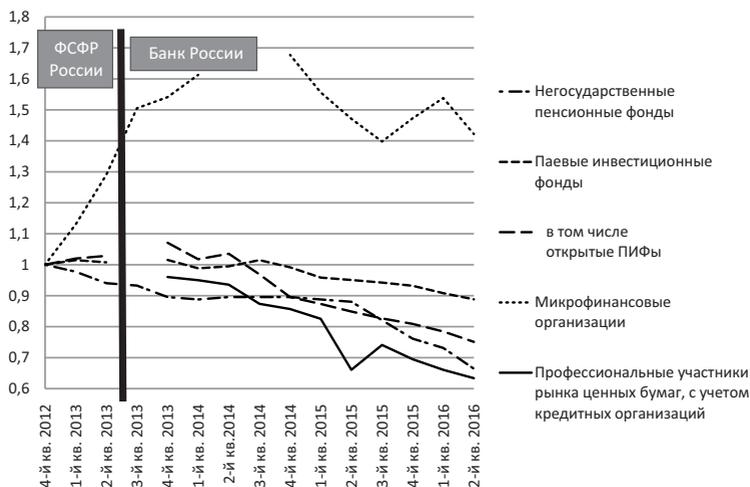


Рис. 14. Изменение количества небанковских финансовых организаций (конец 2012 г. = 1)

Источник: рассчитано по данным Банка России, ФСФР России.

При этом необходимо отметить, что данный процесс существенно различается по сегментам небанковского сектора финансового рынка. Если число НПФ начало сокращаться еще в «эпоху» ФСФР, что было связано с проводившейся политикой по оздоровлению этого рыночного сегмента, то остальные виды небанковских финансовых организаций, как правило, демонстрировали количественный рост.

Наиболее резко за 2014–2015 гг. сократилось количество профессиональных участников рынка ценных бумаг. По итогам второго квартала 2016 г. общее количество профессиональных участников рынка ценных бумаг (как некредитных, так и кредитных организаций) сократилось до 875, а количество профессиональных участников рынка ценных бумаг, являющихся некредитными организациями, упало до 457. Как представляется, это стало следствием целого ряда факторов, как зависящих, так и не зависящих от Банка России. В результате санкций, введенных после украинских событий 2014 г., эта категория финансовых посредников лишилась возможности привлечения ликвидности на западных рынках. В процессе обсуждения перехода к мегарегулированию представители Банка России указывали на возможность предоставления данной группе финансовых посредников доступа к кредитным ресурсам Банка России как кредитору последней инстанции, но в реальности дело ограничилось использованием сделок РЕПО. Некредитные организации, имеющие лицензии профессиональных участников рынка ценных бумаг, столкнулись с существенным увеличением надзорного бремени, тогда как возможности получения доходов на сжавшихся рынках уменьшились.

Значительно сократилось также количество открытых ПИФов, наиболее чутких к параметрам среды функционирования, в том числе к эффективности надзора и регулирования — с 482 до 338, или на 30%.

Для оценки изменения соотношения активов некредитных финансовых организаций и активов коммерческих банков были использованы оценки совокупного объема активов по четырем крупнейшим (с точки зрения размера активов) группам некредитных финансовых организаций (субъекты страхового дела, негосударственные пенсионные фонды, паевые инвестиционные фонды, профессиональные участники рынка ценных бумаг), имеющих количественные значения соответствующего показателя на конец каждого года (2012–2015 гг.). В 2014 г. было зафиксировано резкое снижение объема активов некредитных финансовых организаций в сопоставлении с банковскими активами, после чего, в 2015 г., наблюдается незначительный рост данного соотношения (рис. 15).

В соотношении к ВВП совокупный объем активов тех же четырех групп некредитных финансовых организаций за весь рассматриваемый период (2012–2015 гг.) вырос (рис. 16).

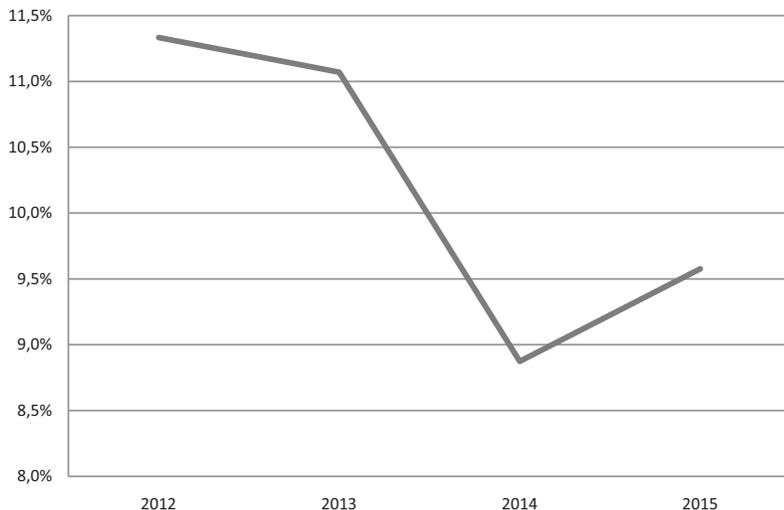


Рис. 15. Соотношение активов небанковских финансовых организаций (четыре группы) и коммерческих банков

Источник: рассчитано по данным Банка России, ФСФР России.

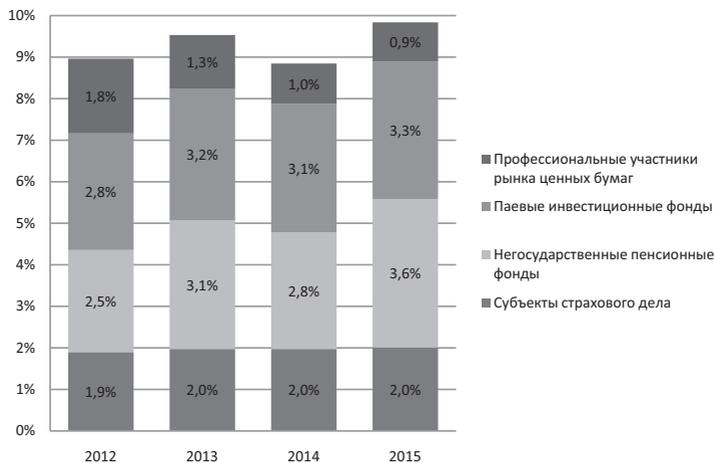


Рис. 16. Соотношение активов небанковских финансовых организаций и ВВП, %

Источник: рассчитано по данным Банка России, ФСФР России.

Отметим, что рост активов негосударственных пенсионных фондов в 2015 г. был обусловлен единовременной передачей этим институтам от Пенсионного фонда и Внешэкономбанка временно «замороженных» средств пенсионных накоплений на сумму примерно 0,5 трлн руб., ко-

торые должны были быть переданы в 2013 и 2014 гг. По субъектам страхового дела увеличение активов затормозилось, тогда как активы паевых фондов прирастают прежде всего за счет закрытых фондов и ПИФов для квалифицированных инвесторов. Этим две группы ПИФов формируются по большей части не за счет активов, имеющих рыночную оценку (котируемых ценных бумаг), а за счет нерыночных активов (недвижимости и прав на нее, долей в непубличных компаниях и т.д.).

Характерно, что именно те сегменты финансового рынка, которые в наибольшей мере зависят от конъюнктуры рынка и спроса некрупных инвесторов, демонстрируют сжатие. Стоимость активов профессиональных участников рынка ценных бумаг составила на конец 2015 г. всего лишь 67,6% от уровня конца 2012 г. Стоимость чистых активов (СЧА) открытых паевых инвестиционных фондов в 2014 г. упала на 21% по сравнению с показателем конца 2012 г., восстановившись до этого уровня в 2015 г. (рис. 17).

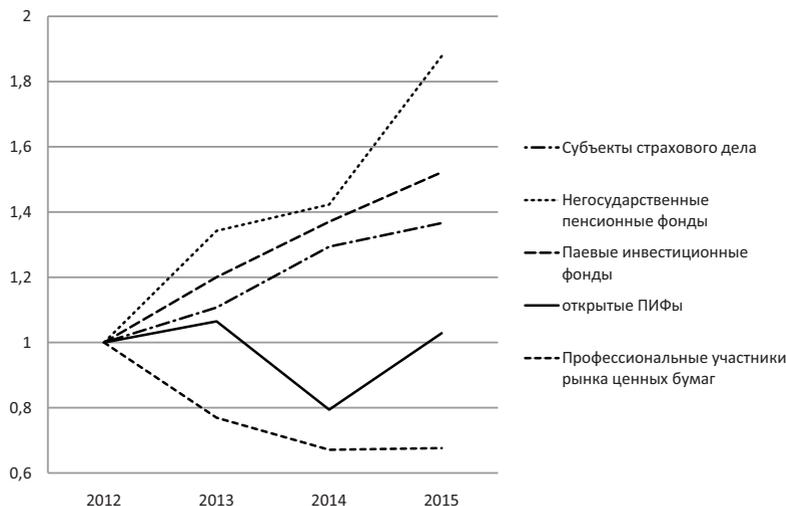


Рис. 17. Динамика активов различных типов некредитных финансовых организаций (2012 г. = 1)

Источник: рассчитано по данным Банка России.

Как видно из приведенных данных, наиболее сильно пострадали после передачи функций регулирования Банку России профессиональные участники рынка ценных бумаг, не являющиеся кредитными организациями, — с точки зрения количества таких институтов, совокупного размера их активов, а также соотношения этих активов с ВВП (с 1,8 до 0,9%). Это непосредственно ведет к двум негативным последствиям: сокращению уровня конкуренции и степени финансовой доступности.

Снижение уровня конкуренции в секторе рынка ценных бумаг уже зафиксировано самим Банком России. Так, за 2015 г. увеличились показатели концентрации: количество компаний, совместно контролирующих 80% активов сектора (в части профучастников, являющихся некредитными финансовыми организациями), сократилось с 55 до 38 (или с 8,6 до 7,6% от совокупного количества компаний). В первом полугодии рост концентрации продолжался — количество компаний, совместно контролирующих 80% активов сектора, упало до 30, что составляет 6,6% общего количества участников рынка данной категории¹. Как мы отмечали, осуществление регулятором функции обеспечения высоких стандартов бизнеса и обслуживания клиентов должно приводить к росту конкуренции на рынке и повышению его эффективности, в том числе для инвесторов. Представленные расчеты указывают на то, что деятельность Банка России как мегарегулятора ведет в настоящее время к прямо противоположным результатам.

Банк России начал расчет показателей финансовой доступности только с конца 2015 г., поэтому пока невозможно сопоставить значения показателей данной группы за различные периоды времени, но, исходя из динамики количества небанковских финансовых организаций, доступность услуг данной группы финансовых организаций за последнее время не могла не снизиться.

В целом представленные результаты показывают, что худший вариант развития небанковского финансового рынка под регуляторным и надзорным органом в виде ЦБ пока не осуществился. Однако отмеченные нами риски в большей своей части остаются, налицо серьезное ухудшение количественных показателей отдельных секторов рынка. Таким образом, можно констатировать, что заявленная самим Банком России линия на устойчивое развитие небанковских финансовых посредников² оказалась нереализованной. Хотя отчасти это, безусловно, связано с действием факторов за пределами влияния мегарегулятора, но в значительной мере представляет собой результат проводившейся им политики.

5.4.2. Качественные изменения после введения мегарегулирования

С учетом краткого временного промежутка, прошедшего после передачи Банку России полномочий по мегарегулированию, можно провести качественный анализ некоторых результатов его деятельности.

а) *Системный риск*

Создание мегарегулятора обычно преследует в качестве одной из главных целей борьбу с системными рисками, формирующимися в резуль-

¹ Банк России (2016). Обзор ключевых показателей профессиональных участников рынка ценных бумаг. № 2. С. 12.

² Об этом, в частности, неоднократно заявлял первый зампред Банка России С. Швецов.

тате финансовой конгломерации и тесной взаимоувязки деятельности различных операторов рынка. На данный момент у нас есть серьезные опасения, что мегарегулятором не уделяется достаточного внимания ключевой макропруденциальной функции.

В новой структуре подразделений Банка России Департамент финансовой стабильности оказался в одном организационном блоке с Департаментом статистики и Департаментом исследований и прогнозирования, что подчеркивает его в большей степени аналитическую роль, не связанную с принятием конкретных регулятивных решений. Как мы и предполагали¹, сложность противоречий между различными функциями центрального банка, приобретшего функции мегарегулятора, не получила адекватного разрешения². В случае быстрого развития негативных событий на финансовых рынках это может стать важным фактором уязвимости.

Следует подчеркнуть, что существенно повышает системный риск прогрессирующая тенденция к увеличению доли сделок РЕПО (см. подробнее далее). Необходимо вспомнить, что системный риск уже реализовался на российском рынке РЕПО в 2008 г. В качестве реакции на аналогичную угрозу в Китае в 1997 г. было принято решение о запрете коммерческим банкам заключать сделки РЕПО с государственными ценными бумагами на фондовых биржах, (для этого был создан специальный внебиржевой межбанковский рынок)³. В нашем случае мы не наблюдаем реакции регулятора; свернута даже публикация статистических данных о состоянии рынка междилерского РЕПО.

Кроме того, на наш взгляд, планируемое Банком России введение запрета для определенных категорий розничных инвесторов инвестировать в некоторые категории финансовых инструментов, предусмотренное консультативным докладом «Совершенствование системы защиты инвесторов на финансовом рынке посредством введения регулирования категорий инвесторов и определения их инвестиционного профиля»⁴, также может привести к росту системных рисков⁵.

¹ Буклемишев О., Данилов Ю. (2013). Эффективное финансовое регулирование и создание мегарегулятора в России // Журнал Новой экономической ассоциации. № 3. С. 82—98.

² Masciandaro D., Quintin M. and Taylor M. W. (2008). Inside and Outside the Central Bank's Independence and Accountability in Financial Supervision — Trends and Determinants // European Journal of Political Economy. Vol. 24. P. 833—848.

³ Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика (2014) / Под ред. Я. М. Миркина. М.: Магистр. С. 265.

⁴ Банк России (2016). Совершенствование системы защиты инвесторов на финансовом рынке посредством введения регулирования категорий инвесторов и определения их инвестиционного профиля. Доклад для общественных консультаций. М., Июнь.

⁵ В условиях гипертрофированного развития банковского сектора по сравнению с небанковскими финансовыми институтами направление «выталкиваемых» ресурсов в бан-

Наконец, не может не настораживать сворачивание публичного экспертного обсуждения практических вопросов макропруденциальной политики (последние публикации по этой теме на сайте Банка России относятся к 2013 г.).

б) *Защита инвесторов*

Негативный тренд в области защиты прав инвесторов также проявлялся и ранее, примерно с 2006–2007 гг., в том числе в деятельности ФСФР России (возможные причины этого явления мы описали ранее в п. 5.1). С возложением функции мегарегулятора на Банк России данный тренд не только не был переломлен, но и в значительной мере усилился. Особенно это заметно в отношении мелких частных инвесторов, являющихся миноритарными акционерами российских публичных акционерных обществ.

Известно, что защита инвесторов может осуществляться в двух основных формах¹: *ex ante* (нормативное регулирование) и *ex post* (правоприменение). В свою очередь, правоприменение, направленное на защиту инвесторов, может осуществляться в судебном порядке либо финансовым регулятором (надзорным органом)². Обе эти формы правоприменения активно используются в мировой практике, но необходимо учитывать, что их эффективность для инвесторов и с точки зрения общественных интересов может быть различна. Так, Р. Коуз отмечал, что высокая затратность судебных механизмов защиты интересов инвесторов делает более эффективными те системы, в которых ведущую роль играют регуляторы³.

Следовательно, для повышения эффективности защиты интересов инвесторов необходимо, чтобы мегарегулятор играл самую активную роль в правоприменении, направленном на такую защиту. В отличие от практики ФСФР, публиковавшей статистические данные о принятых мерах, которые позволяли оценить доли решений надзорного органа и судебных решений по пресечению нарушений прав инвесторов, Банк России не раскрывает аналогичной информации. Анализ документов в публичном доступе на сайте Банка России не позволяет сделать обо-

ковские депозиты может означать, помимо всего прочего, рост депозитов в низконадежных банках; сокращение общей дюрации средств, поступающих в финансовую систему; дальнейшее уменьшение количества небанковских финансовых институтов и конкуренции между ними. Увеличение покупок иностранной валюты и направление ресурсов на зарубежные рынки будут оказывать влияние на устойчивость национальной валюты. Обращение к услугам форекс-дилеров будет способствовать росту социально-политических рисков.

¹ *La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W.* (1999). *Investor Protection: Origins, Consequences, Reform* // NBER. WP 7428. P. 6.

² Эффективный рынок капитала: экономический либерализм и государственное регулирование (2004) / Под общ. ред. И. В. Костикова. В 2 т. Т. 1. М.: Наука. С. 90.

³ *Coase R.* (1960). *The Problem of Social Cost* // *Journal of Law and Economics*. No. 3. P. 1–44.

снованного вывода о сколько-нибудь заметной активности Банка России в применении имеющихся у него полномочий по защите интересов инвесторов. В ответах Банка России на жалобы инвесторов часто присутствует предложение обращаться не в надзорный орган, а в суд. В результате мелкие инвесторы, работающие на российском финансовом рынке, в случаях нарушений их прав вынуждены либо смириться с потерями, либо участвовать в затратных судебных процессах с непредсказуемым результатом (многие российские суды не способны к адекватному разрешению подобных споров).

Последние намерения Банка России заставляют предположить закрепление тренда на уменьшение степени прозрачности рынка. Так, предложение сократить объем информации, предоставляемой миноритарным акционерам, вызвало возмущение мелких инвесторов¹.

Более того, Банк России ставит вопрос о существенном сокращении объема усилий по защите интересов инвесторов, оставляя полностью в стороне проблему нарушения их прав со стороны эмитентов, и одновременно предполагает вводить новые ограничения на инвестиции мелких инвесторов в отдельные финансовые инструменты:

«Текущий этап развития российского финансового рынка ставит перед Банком России задачу: определить обоснованную и оптимальную степень защиты потребителей со стороны государства. Необходимо ответить на вопросы: в какой степени и какие конкретно права потребителей финансовых услуг планирует защищать Банк России? Стоит ли Банку России ограничиваться исключительно обеспечением защиты от недобросовестного поведения финансовых посредников на финансовом рынке либо необходимо следить за объективной целесообразностью использования продукта для конкретной категории покупателей и адекватностью понимания со стороны потребителей финансовых услуг принимаемых ими рисков? Банк России полагает, что обсуждение этой дилеммы в рамках общественной дискуссии в плановом периоде позволит заложить основу для определения необходимых границ такого регулирования»².

Таким образом, вместо того чтобы бороться с инвестиционными рисками, связанными с недобросовестным поведением эмитентов или финансовых посредников, а также обеспечивать повышение уровня финансовой грамотности и инклюзии, регулятор рассматривает вариант закрытия рынка для недостаточно продвинутых инвесторов на основании формальных критериев определения их принадлежности к той или

¹ См., например: *Гуркин С.* Зачем у миноритариев хотят отнять право запрашивать информацию о работе компаний. URL: http://www.dp.ru/a/2015/10/25/Mnogo_budete_znat_skor/

² Банк России (2016). Основные направления развития и обеспечения стабильности функционирования финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов. С. 27. URL: http://www.cbr.ru/finmarkets/files/development/onrfr_2016-18.pdf

иной категории. В рамках такого подхода происходит фактический отказ регулятора от выполнения функции по защите интересов инвесторов (по крайней мере непрофессиональных розничных инвесторов) и попытка ввести запрет на инвестиционную деятельность граждан¹.

На наш взгляд, решения, предложенные Банком России в докладе «Совершенствование системы защиты инвесторов на финансовом рынке посредством введения регулирования категорий инвесторов и определения их инвестиционного профиля», не являются оптимальными и в случае их реализации могут привести к неблагоприятным социально-экономическим последствиям.

Первое. Несмотря на то что резюмирующая часть предложений Банка России начинается со слов «В рамках обеспечения защиты прав и законных интересов инвесторов...» (с. 30 доклада), более глубокий содержательный анализ показывает, что предлагаемые меры не могут достичь цели защиты прав и законных интересов и, более того, не направлены на такую защиту.

Предлагаемая Банком России модель по своей сути является **запретом**² приобретать и владеть определенными видами финансовых активов для определенных категорий инвесторов: «К задаче регулятора относится нахождение правильного соотношения между предоставлением свободы поведения участникам финансового рынка³ и уровнем стандартизации правил их поведения»⁴.

Необходимо отметить, что такой подход к защите интересов инвесторов противоречит как теории, так и практике финансового регулирования. Как отмечалось выше, защита инвесторов в современной практике финансового регулирования и надзора осуществляется, как правило, путем установления требований к обслуживанию клиентов финансовыми организациями (business conduct) и проведения надлежащего надзора за деятельностью этих организаций на финансовом рынке, в том числе в части обслуживания клиентов. В свете этого введение практики риск-

¹ Банк России (2016). Совершенствование системы защиты инвесторов на финансовом рынке посредством введения регулирования категорий инвесторов и определения их инвестиционного профиля. Доклад для общественных консультаций. М., Июнь.

² Авторы доклада предпочитают умалчивать о том, что они вводят именно запрет на инвестиции определенных групп инвесторов в некоторые классы финансовых активов. Но в резюмирующей части все становится на свои места: «2.1. Установить ответственность, вплоть до аннулирования лицензии, за предложение и (или) продажу «неквалифицированному инвестору» финансовых инструментов и услуг, не разрешенных для его категории». По контексту доклада понятно, что разрешать или не разрешать собирается сам Банк России.

³ В данном случае, по контексту, под участниками рынка понимаются не только профессиональные участники рынка, но также и инвесторы.

⁴ Банк России (2016). Совершенствование системы защиты инвесторов на финансовом рынке посредством введения регулирования категорий инвесторов и определения их инвестиционного профиля. Доклад для общественных консультаций. М., Июнь. С. 32.

профилирования инвестора, предусмотренное в докладе, — мера совершенно правильная. Но использование профиля инвестора как повода отказать ему в распоряжении его собственными деньгами представляется совершенно незаконным.

Мировой опыт свидетельствует о том, что целесообразно запрещать финансовым посредникам рекламировать и предлагать финансовые инструменты инвесторам, профиль которых не соответствует характеристикам риска инструмента, но не более того. Если клиент настаивает на покупке высокорискового финансового инструмента, подтверждая, что он осведомлен о рисках и осознанно берет их на себя (при наличии максимально полной информации об инструменте, которую ему должен предоставить брокер), — брокер обязан исполнить такое поручение, еще раз предупредив клиента о рисках.

Тем более не имеет права устанавливать запреты на инвестирование в определенные классы активов регулятор — это сделать может только закон, ибо в данном случае речь идет об ограничении прав инвестора, о безосновательном воспрепятствовании предпринимательской деятельности.

Банк России в целях защиты прав и законных интересов инвесторов может и обязан выстраивать систему стандартов поведения посредников при взаимодействии с инвесторами и в случае необходимости корректировать действия посредников в рамках надзорных мероприятий. Его функция — установить нормы поведения посредника, которые минимизируют риск потерь инвестора. И в рамках этих норм ведущее место должно занимать информирование клиента об инвестиционных характеристиках выбранного инструмента инвестирования, в первую очередь о рисках.

Второе. Предлагаемые меры в той редакции, которая предложена в докладе, неизбежно приведут к снижению объема инвестиций домохозяйств на рынке ценных бумаг, что окажет негативное влияние на экономический рост (в долгосрочной перспективе) и на системные риски (в краткосрочной перспективе).

Несмотря на то что авторы доклада утверждают, что предлагаемые меры будут способствовать притоку средств на рынок (в результате повышения доверия к нему), они, напротив, приведут к сокращению инвестирования сбережений домохозяйств в инструменты фондового рынка, ограничению числа лиц, вовлеченных в операции на фондовом рынке. Это следует как из экономической теории, так и из здравого смысла. Чем больше барьеров выхода на рынок, тем меньше приток участников, тем меньше конкуренция инвесторов и тем больше монополизация рынка и ниже его эффективность¹.

¹ Свобода доступа на рынок есть необходимое условие эффективности его функционирования (см.: Эффективный рынок капитала: экономический либерализм и го-

На наш взгляд, подход Банка России к проблеме защиты интересов инвесторов, сформулированный в докладе «Совершенствование системы защиты инвесторов на финансовом рынке посредством введения регулирования категорий инвесторов и определения их инвестиционного профиля», в определенной мере связан с конфликтом интересов, о котором мы упоминали в п. 1.6: банковские регуляторы в соответствии с требованиями к ним со стороны Базельского комитета банковского надзора ориентируются в большей мере на устойчивость поднадзорных организаций, нежели на защиту инвесторов. В полной мере воспринять требования других международных организаций, которые объединяют фондовых и страховых регуляторов, ставящих во главу угла защиту инвесторов и клиентов, Банк России пока не смог.

Как представляется, именно защита инвесторов в определенном смысле является и будет являться той «лакмусовой бумагой», которая позволяет определить, стал ли Банк России действительно мегарегулятором или же он остается всего лишь банковским регулятором, которому переданы функции регулирования и надзора в других сегментах финансового рынка.

в) *Сокращение доли наиболее «рыночных» институтов и секторов*

Как уже отмечалось выше, остальные сегменты финансового рынка, которые в большей мере зависят от конъюнктуры и спроса некрупных инвесторов, демонстрируют сжатие относительно экономики в целом (имеются в виду индустрия рынка ценных бумаг и открытые паевые инвестиционные фонды). Сокращение наиболее «рыночных» сегментов на фоне описанного выше ослабления конкуренции есть свидетельство общего снижения эффективности всего российского финансового рынка.

сударственное регулирование (2004) / Под общ. ред. И. В. Костикова. В 2 т. Т. 1. М.: Наука. С. 18–65, 353–355). У. Шарп указывал свободу доступа инвесторов на рынок как одно из условий обеспечения информационной эффективности рынка (см.: *Fama E. F.* (1965). *Random Walks in Stock Market Prices* // *Financial Analysts Journal*. September/October). Ф. Хайек в работе «Дорога к рабству», исходя из абсолютного приоритета предпринимателя и инвестора на рынке, отмечал, что «организуя ту или иную область жизнедеятельности, мы должны максимально опираться на спонтанные силы общества и как можно меньше прибегать к принуждению». Он утверждал, что конкуренция — наилучший способ управления деятельностью независимых индивидуумов. Регулятивное вмешательство может быть оправдано только тем, что оно обеспечивает полную свободу участникам рынка (см. главы 1 и 3). Уточняя понятие информационной эффективности рынка через рассмотрение асимметрии информации в отношениях между продавцом товара (услуги) и покупателем, Дж. Акерлоф указывает, что для преодоления асимметрии информации необходимо раскрытие перед покупателем всей необходимой информации (см.: *Akerlof G.* (1970). *The Market for Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism* // *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 84. P. 488–500). Решать проблему асимметрии информации путем запретов — неправильный путь.

Дополнительным свидетельством интенсификации данного процесса является сокращение доли так называемых «рыночных» сделок¹ в структуре биржевых операций с акциями и облигациями благодаря заметно выросшей доле сделок РЕПО (рис. 18).

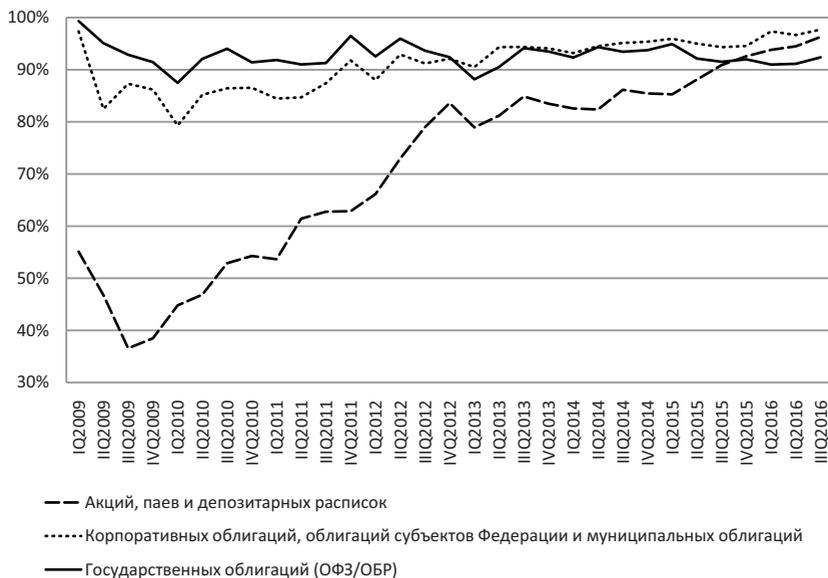


Рис. 18. Изменение доли сделок РЕПО в совокупном объеме вторичного рынка на Московской бирже, в разрезе групп инструментов
 Источник: рассчитано по данным Московской биржи.

Безусловно, тенденция роста доли сделок РЕПО в совокупном объеме операций с акциями возникла еще в 2009 г., однако, на наш взгляд, ее развитие во многом связано с политикой Банка России. В условиях сокращения присутствия в России иностранных финансовых организаций, которые служили основными поставщиками краткосрочной ликвидности для подавляющего большинства российских брокеров, не являющихся кредитными организациями, на отечественном рынке возник денежный дефицит. Не исключено, что в этой связи Банку России стоило бы

¹ Традиционно к «рыночным» относятся сделки, заключенные в анонимном режиме в рамках аукционных торгов, проводимых по четко определенным правилам организаторами торговли (в основном — фондовыми биржами) на вторичном рынке. К рыночным сделкам не относятся сделки, заключенные в порядке размещения ценных бумаг, в режиме переговорных сделок, сделки РЕПО, сделки вследствие ранее заключенных обязывающих контрактов (в том числе фьючерсов и опционов). Рыночные сделки являются основой для определения рыночных цен, так как именно они позволяют обеспечить свободное и справедливое ценообразование.

выступать в качестве кредитора последней инстанции (по крайней мере соображения о возможности применения такого подхода высказывались представителями ЦБ РФ в ходе дискуссии о мегарегуляторе в 2012 г.). Отказ Банка России от выполнения данной функции по отношению к некредитным организациям, являющимся брокерами/дилерами, судя по всему, и стал основной причиной роста доли РЕПО в совокупном объеме сделок с акциями и соответствующего сокращения реального значения фондового рынка страны. Доля рыночных сделок на рынке акций достигла уровня, при котором обоснованность рыночного курса акций становится весьма условной. Катастрофическое уменьшение соотношения между рыночными сделками и сделками РЕПО на рынке акций ставит под сомнение возможность выполнения фондовым рынком такой важной функции, как обеспечение справедливого ценообразования.

Общее снижение «рыночности» финансового рынка связано и со стилем работы самого мегарегулятора. Естественно, что когда банковскому регулятору передаются полномочия по регулированию инвестиционных рынков, он склонен к трансляции на них своего накопленного регулятивного и надзорного опыта. Вопреки специфике многих рыночных механизмов небанковского финансового сектора, мегарегулятор пытается навязать отдельным сегментам рынка модель развития, которая, как правило, оказывается не вполне адекватной условиям их функционирования. В этой ситуации регулятор может подменять собой рыночное развитие, существенно искажая тем самым существующие модели бизнеса. Такое понимание «развития рынка» подрывает основы конкуренции.

Так, адекватным режимом регулирования небанковских сегментов финансового рынка традиционно признавалось установление «правил игры» и отслеживание следования этим правилам, в первую очередь в части соблюдения прав и законных интересов инвестора. При этом сложившиеся рыночные практики (за исключением, естественно, недобросовестных), как правило, оставались вне сферы надзора регулятора. В результате рынок развивался по своим внутренним законам, без навязывания норм поведения со стороны регулятора.

С приходом на небанковский сегмент финансового рынка банковского регулятора кардинально поменялась философия регулирования и надзора. На смену установлению «правил игры», не меняющих сложившиеся добросовестные рыночные практики, и поведенческому по своей природе надзору пришли доминирующие нормы, навязываемые новым регулятором участникам рынка, и углубленный анализ действий каждого отдельного участника, служащий в большей мере целям пруденциального надзора, нежели поведенческого (например, первоначальная версия уже упоминавшегося доклада Банка России «Совершенствование системы защиты инвесторов на финансовом рынке посредством введения регулирования категорий инвесторов и определения их инвестиционного профиля»).

Новая философия регулирования и надзора на небанковских сегментах финансового рынка отрицает право участников рынка на ошибку, все их операции рассматриваются с позиции контролера, оказывающего предпочтение стандартизированным процедурам массового обслуживания. При этом подрываются те основы, на которых строилась рыночная конкуренция участников небанковских сегментов финансового рынка, в современных условиях требующая творчества и инноваций.

«Право на ошибку» — это естественное право любого экономического агента, принимающего бизнес-решения, особенно инвестиционные. Реализация этого права означает принятие на себя определенного риска, который является неотъемлемым свойством рынка. Напротив, отсутствие такого права означает исчезновение риска и, соответственно, исчезновение элементов самого рынка.

Необходимо отметить, что такой подход является характерным не только для Банка России, но и для большинства банковских регуляторов в мире. Бывший Генеральный секретарь IOSCO Дэвид Райт отмечал: «Доминирование банковских регуляторов приводит к преобладанию политики минимизации, а не культуры оптимизации рисков, что не всегда подходит для рынков ценных бумаг»¹.

г) *Сфера регулирования/надзора Банка России*

Анализ инструктивных писем и проектов нормативных актов Банка России, выпущенных за последнее время, позволяет сделать вывод о развитии тенденции расширения его регулятивной сферы. С одной стороны, устранение «белых пятен» в регулировании национальных рынков является одной из наиболее четко выраженных в документах «Группы 20» и Совета по финансовой стабильности рекомендаций для реформирования глобальной финансовой системы. Но с другой стороны, ряд конкретных направлений, в которых Банк России предполагает расширить поле регулирования и (или) надзора (оценка качества финансовых индикаторов²; оценка работы ценовых центров³ и т.д.), вызывают сомне-

¹ URL: <https://www.iosco.org/library/speeches/pdf/20121210-Wright-David.pdf>

² Под финансовыми индикаторами понимаются показатели, используемые в ценообразовании финансовых инструментов, сделки с которыми осуществляются на бирже либо на внебиржевом рынке, и служащие ценовым ориентиром при проведении операций с финансовыми инструментами, а также для целей оценки активов, за исключением ряда специально перечисленных показателей (Информационное письмо Банка России от 30 сентября 2015 г. № 06-51/8518 «Об оценке качества формирования финансовых индикаторов и качества функционирования организаций, осуществляющих формирование финансовых индикаторов»).

³ «Ценовые центры — организации, которые собирают и обрабатывают информацию о ценах на финансовые инструменты, в том числе низко- и неликвидные, определяют справедливую стоимость таких финансовых инструментов и предоставляют эту информацию участникам рынка» (Информационное сообщение Банка России от 25 ноября 2015 г. «Об оценке качества функционирования ценовых центров»).

ния. Подобное распыление функционала, с нашей точки зрения, несет с собой риск утраты фокуса регулирования.

Кроме того, нам представляется неоптимальным формат регулирования и надзора в отношении форекс-дилеров, который был сформирован уже после передачи функций мегарегулятора Банку России. Фактически данная отрасль финансового рынка выведена из-под унифицированных законодательных норм, действующих в отношении других форм небанковских финансовых организаций. Специальный режим регулирования, предусматривающий, в том числе, монопольную роль саморегулируемой организации, объединяющей форекс-дилеров, и высокие барьеры перехода в данный сегмент финансовых организаций, основные операции которых осуществляются на других сегментах небанковского финансового рынка, ведут к дискриминации других видов небанковских финансовых организаций.

Вместе с тем на финансовом рынке остаются немаловажные сферы, в которых дефицит регулирования и (или) надзора стимулирует формирование рисков различной природы, в том числе системного свойства. Наиболее ярким примером в данном случае представляется сфера рынка РЕПО, которая, как мы видели, занимает в настоящее время доминирующую часть рынка всех видов ценных бумаг.

д) Системный стратегический подход

В декабре 2015 г. Банк России представил на общественное обсуждение «Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов»¹. 26 мая 2016 г. совет директоров Банка России одобрил этот документ в окончательной редакции. Это первый стратегический документ, который охватывает все сегменты финансового рынка в их взаимоувязанности.

Данный текст в отличие от предшествующих аналогичных документов не рассматривает российский финансовый рынок в отрыве от глобального финансового рынка, а, напротив, ориентирован на анализ его места в глобальной финансовой системе. Благодаря этому стали возможны и принципиально по-иному сформулированные основные цели развития российского финансового рынка, связанные с повышением его глобальной конкурентоспособности и социально-экономической эффективности.

Именно единая стратегия развития регулирования требуется для того, чтобы обеспечить синергетический эффект от формирования мегарегулятора. Тем не менее совершенствование национальной модели финансового регулирования должно являться составной частью обеспечения эффективности функционирования финансовых рынков страны и решения задач развития социально-экономической системы России в целом. Таким образом, в соответствии с идеологией Федерального закона

¹ URL: <http://cbr.ru/finmarkets/?PrtId=develop>

«О стратегическом планировании в Российской Федерации» должна разрабатываться отраслевая стратегия развития финансового рынка, в которой, в том числе, будут определяться основные направления эволюции регулятивной среды. На основе указанной стратегии финансовый регулятор, в свою очередь, будет формировать собственный план действий по ее реализации.

На наш взгляд, необходимо преодолеть этот пробел в системе документов стратегического планирования и приступить к совместной разработке Правительством и Банком России долгосрочной стратегии развития национального финансового рынка с установлением соответствующих целевых индикаторов. Хочется надеяться, что в случае принятия и успешной реализации данного документа можно будет перейти к продуманной политике преобразований в сфере финансового регулирования, которая обеспечит системный поступательный прогресс финансового сектора России.

5.5. Возможные пути развития финансового регулирования в России

На основании анализа мировой практики можно сделать вывод, что эффективный мегарегулятор должен сочетать функции регулирования (правоустановления) и надзора (правоприменения). Сеньоражное финансирование регуляторной деятельности, на которое указывают многие сторонники формирования мегарегулятора на базе Банка России в качестве решающего фактора такого решения, вовсе не безальтернативно: его могут с успехом заменить как целевые бюджетные ассигнования, так и взносы участников финансового рынка. Чтобы обеспечивать максимально возможную защиту интересов инвесторов, развивать все формы финансового посредничества и в конечном счете способствовать оптимальному распределению ресурсов в экономике, такой орган должен быть в минимальной степени подвержен конфликтам интересов, что фактически исключает его нахождение в структуре центрального банка. Это должен быть независимый институт, не подчиненный непосредственно органам исполнительной или законодательной власти, что гарантировало бы от вмешательства в его операционную деятельность.

Разумеется, подчиненность не идентична подотчетности; конкретная схема подотчетности мегарегулятора должна быть определена с учетом характера выполняемых регулятивных функций. В отличие от центрального банка мегарегулятор выполняет главным образом профессионально-техническую функцию, что, на наш взгляд, не оставляет возможности для эффективного контроля за ним со стороны структур представительной власти.

Российская специфика имеет значение и с точки зрения оптимального места органа финансового регулирования в государственной струк-

туре. История свидетельствует, что максимальные возможности защиты интересов инвесторов небанковский регулятор (ФКЦБ) имел в период подчиненности Президенту РФ. После переподчинения этого органа Правительству эффективность данной функции существенно снизилась вследствие ограничения самостоятельности, сокращения возможностей развития нормативной базы и роста издержек (в первую очередь временных) на межведомственное согласование, сужения возможностей применять меры принуждения. Правда, с точки зрения мирового опыта подотчетность Президенту — далеко не часто встречающийся вариант (по оценке, лишь три случая среди 50 регуляторов из стран с наиболее крупными финансовыми рынками). Чаще всего встречается вариант подотчетности правительству или премьер-министру, а также министерству финансов¹.

Разумеется, мегарегулятор, отвечающий описанной нами идеальной модели, в обозримой перспективе не может быть создан. Тем не менее продвижение в направлении формирования именно такого мегарегулятора будет в наибольшей степени отвечать качественным характеристикам российского финансового сектора и интересам его развития.

Следует также обратить внимание на то, что простейшим вариантом трансформации созданной в настоящее время в России очевидно неоптимальной модели финансового регулирования в направлении более эффективных альтернатив может стать переход к модели «twin peaks». Нежелание Банка России заниматься защитой прав инвесторов² с использованием традиционных для финансовых регуляторов внесудебных технологий (выдача адресных предписаний об устранении нарушений; приостановка и отзыв лицензии за допущенные грубые нарушения прав инвесторов; совершенствование нормативно-правовой базы в части защиты прав инвесторов и т.д.) неизбежно приведет к формированию альтернативного предложения таких функций в рамках другого института (институтов).

В роли таких институтов могли бы выступать ассоциации по защите прав инвесторов или саморегулируемые организации. Обсуждавшийся в ходе дискуссии о мегарегуляторе вариант наделения соответствующими функциями Роспотребнадзора вряд ли можно признать эффективным — у него принципиально иная специализация и просто нет компетенций для эффективного выполнения функции органа, ответственного за добросовестное ведение бизнеса финансовыми организациями.

¹ Буклемишев О., Данилов Ю. (2013). Эффективное финансовое регулирование и создание мегарегулятора в России // Журнал Новой экономической ассоциации. № 3. С. 95.

² В 2012 г. на заседании Открытого правительства, посвященном новой модели финансового регулирования, представители Банка России предлагали передать соответствующие функции агентству, созданному на базе Роспотребнадзора.

Еще одним вариантом преобразования существующей в России модели финансового регулирования могло бы стать выделение из Банка России подразделений, в задачи которых входили бы защита прав и законных интересов инвесторов, обеспечение выполнения передовых стандартов ведения бизнеса на финансовом рынке и защита прав потребителей финансовых услуг (клиентов финансовых организаций), не являющихся инвесторами. Данный вариант трансформации регулятивной структуры может быть совмещен с любыми другими обсуждаемыми проектами реорганизации структуры финансового регулирования в целях повышения уровня защиты прав инвесторов и потребителей финансовых услуг. В рамках создаваемого нового «горба» модели «twin peaks» могли бы быть объединены подразделения, вычлняемые из Банка России, Роспотребнадзора и некоторых СРО, а также, возможно, отдельные организации по защите прав инвесторов и других клиентов финансовых организаций.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Исторически можно выделить три этапа развития финансовых рынков и три соответствующие им модели финансового регулирования: прототраслевую, отраслевую и консолидированную. Переход от отраслевой модели, когда в каждой из основных отраслей финансовых рынков (банки, страхование, инвестиции) действует свой регулятор, к модели консолидированной с интегрированными регуляторными функциями начался три десятилетия назад и продолжается до сих пор. В его основе лежат внутренние изменения структуры самого финансового рынка, связанные со стиранием границ между различными финансовыми операциями, формированием финансовых конгломератов и увеличением потенциала системных рисков.

В силу специфики отраслевой модели в своем традиционном виде она не может в полной мере соответствовать запросам сегодняшней эпохи. Вместе с тем нельзя сделать однозначный вывод о том, что эта модель полностью исчерпала свой ресурс. Основное направление ее модернизации в современном мире связано с формированием механизмов кооперации различных отраслевых регуляторов через создание коллегий регуляторов, подписание меморандумов о взаимопонимании и двусторонних соглашений о сотрудничестве. Кроме того, дополнительно создаются надотраслевые органы, специализирующиеся на определенном регулятивном функционале вне зависимости от типа поднадзорных организаций.

В настоящее время, характеризующееся быстрыми изменениями в различных сегментах глобального финансового рынка, национальные регулятивные системы непрерывно реформируются и совершенствуются. Меняется и само представление об эффективной модели финансового регулирования и надзора. Описанная нами на страницах данной монографии тенденция перехода к мегарегулированию является господствующей в последние десятилетия, но вовсе не абсолютной. Проблемы, встающие перед органами государственного управления в сфере финансовых рынков, в ряде стран решаются и без перехода к мегарегулированию (например, в США).

В этой связи представляется полезной дискуссия об особенностях перехода России к мегарегулированию и первых итогах работы Банка России в качестве мегарегулятора. Неоднозначные, на наш взгляд, результаты этой деятельности вызывают к внесению корректив в конфигурацию регулятивных полномочий на финансовом рынке с учетом по-

следних теоретических достижений и современных мировых тенденций в практике регулирования.

В связи с изложенным можно предположить, что сформированная в России конструкция мегарегулятора окажется недолговечной. Неизбежность разделения такой структуры предопределяется очевидным нагромождением разноплановых конфликтов интересов в центральном банке — мегарегуляторе. Таким образом, уже на среднесрочном временном горизонте потребуются корректировка набора осуществляемых Банком России функций финансового регулирования и их перераспределение в пользу других органов. Конкретная конфигурация последних будет зависеть не только от выявленных в процессе реализации нынешней схемы надзора ошибок и слабых мест, некоторые из которых мы попытались предвосхитить в предыдущих статьях и в настоящей монографии, но и от накопленного опыта в области мегарегулирования в странах со структурой финансовых рынков, близкой к российской.

Процесс перехода к мегарегулированию в глобальном контексте выявил следующую ключевую развилку: один подход заключается в концентрации функций регулирования и надзора в едином органе; другой предполагает формирование двух регуляторов, специализирующихся по функциональному принципу (модель «twin peaks»). В последнее время многие эксперты сходятся на том, что наиболее вероятным вектором дальнейшего развития модели регулирования финансовых рынков, увязанным с потребностями их динамики, будет движение в сторону модели «twin peaks». В этом контексте мы бы считали целесообразным взять стратегический курс в направлении реализации данной регулятивной модели и в нашей стране. Мы были бы очень рады, если появление этой монографии будет способствовать началу такой дискуссии.

Научное электронное издание

Буклемишев О. В., Данилов Ю. А.

**СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ
ИНСТИТУЦИОНАЛЬНОЙ СТРУКТУРЫ
ФИНАНСОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ**

ISBN 978-5-906783-56-1



9 785906 783561