

**О.В. Буклемишев<sup>1</sup>,**

МГУ имени М.В. Ломоносова (Москва, Россия),

**Ю.А. Данилов<sup>2</sup>,**

МГУ имени М.В. Ломоносова (Москва, Россия),

**Р.А. Кокорев<sup>3</sup>,**

МГУ имени М.В. Ломоносова (Москва, Россия)

## **МЕГАРЕГУЛЯТОР КАК РЕЗУЛЬТАТ ЭВОЛЮЦИИ ФИНАНСОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ**

Переход к мегарегулированию является основной современной тенденцией реформирования финансового регулирования. В статье данный переход рассматривается в историческом контексте — как закономерный результат эволюции отраслевой модели в условиях глобализации и конгломерации финансового сектора. В качестве альтернативных моделей мегарегулирования представлены «интегральный» подход, в рамках которого функции регулирования финансовых рынков объединяются в едином органе, и модель “twin peaks”, предусматривающая создание двух институтов, полномочия между которыми делятся на основе функционального принципа (макростабильность и защита прав потребителей финансовых услуг). В статье также обосновывается вывод о том, что, несмотря на преобладание интегрального подхода, разделение регуляторов в рамках модели “twin peaks” имеет ключевое преимущество, поскольку позволяет устранить противоречия целей финансового регулирования внутри каждого из них.

**Ключевые слова:** пруденциальная политика, финансовое регулирование и надзор, мегарегулятор, модель “twin peaks”.

**O.V. Buklemishev,**

Lomonosov Moscow State University (Moscow, Russia),

**Y.A. Danilov,**

Lomonosov Moscow State University (Moscow, Russia),

**R.A. Kokorev,**

Lomonosov Moscow State University (Moscow, Russia)

---

<sup>1</sup> *Буклемишев Олег Витальевич*, канд. экон. наук, доцент кафедры макроэкономической политики и стратегического управления экономического ф-та; тел.: +7 (985) 924-08-20; e-mail: o.buklemishev@gmail.com

<sup>2</sup> *Данилов Юрий Алексеевич*, канд. экон. наук, вед. науч. сотр. кафедры макроэкономической политики и стратегического управления экономического ф-та; тел.: + 7 (985) 920-44-01; e-mail: ydanilov@rambler.ru

<sup>3</sup> *Кокорев Ростислав Александрович*, канд. экон. наук, вед. науч. сотр. кафедры макроэкономической политики и стратегического управления экономического ф-та; тел.: + 7 (903) 363-23-24; e-mail: rkokorev@yandex.ru

## MEGA-REGULATOR AS A RESULT OF EVOLUTION OF FINANCIAL REGULATION

Current transition to mega-regulation is the main trend of the financial regulatory reform. The paper examines this transition in a historical context as a natural result of evolution of the industrial organisation under globalization and conglomeration of financial sector. Alternative models of mega-regulation are discussed: the “integral” approach, under which regulatory functions are concentrated within a single body, and the model of “twin peaks”, when regulatory mandates are distributed between two institutions on the functional principle (macro stability and consumer financial protection). We prove that despite current bias towards integrated approach, demerging of regulators within the framework of the “twin peaks” model has a key advantage of eliminating intra-institutional regulatory trade-offs.

**Key words:** prudential policy, financial regulation and supervision, mega-regulator, “twin peaks”.

Нынешний период характеризуется динамичными изменениями на финансовых рынках. Меняется само представление об эффективной модели финансового регулирования и надзора, что во многих государствах приводит к активному реформированию соответствующих систем. Основным международным трендом последних лет в сфере финансового регулирования является переход к интегрированным системам (мегарегулированию). Главные причины, а также возможные преимущества и риски такого перехода описаны в работе О. Буклемишева и Ю. Данилова [Буклемишев, Данилов, 2013].

Взяв за основу принципиальную схему целей, задач и функций регулирования, предложенную в указанной работе [Там же. С. 84–85], в настоящей статье мы проанализируем первые результаты внедрения того или иного варианта модели мегарегулирования, для того чтобы попытаться спрогнозировать дальнейшую эволюцию регулятивных подходов.

Для этого сначала рассмотрим изменения регуляторных практик и институционального дизайна в историческом контексте.

### **1. Историческая эволюция моделей регулирования финансовых рынков**

Ретроспективно можно выделить три этапа развития финансовых рынков и три соответствующих им стандартных модели финансового регулирования: протоотраслевая, отраслевая (секторальная) и консолидированная.

На ранних стадиях развития финансовых рынков (**протоотраслевой этап**) функция регулирования не выделялась в качестве обособленной; отдельные функции данного рода принадлежали профильным подразделениям национальных правительств, как правило, министерствам финансов (в частности, в начале XIX в. в Российской империи регулятивные функции по надзору за биржевой торговлей указом императора Александра I были возложены на Министерство финансов).

Специализированные финансовые регуляторы были сформированы намного позже — 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 знаковыми событиями в переходе от преимущественно биржевого 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).

В других странах принятие законодательства часто 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 распространились на другие секторы финансового рынка.

Таким образом, начиная с 30-х гг. XX в. в мире использовалось несколько моделей финансового регулирования, в основном организованных строго по отраслевому принципу (**отраслевой этап**):

— регуляторы, функции которых ограничивались одним сегментом финансового рынка (*самый известный пример такого рода — США, где 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 то время как регулирование рынка ценных бумаг и банковского сектора находится в ведении Федеральной банковской комиссии; 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 качестве примера можно рассмотреть ситуацию в Китае, где Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг (China Securities Regulatory Commission) отвечает за рынок ценных бумаг и рынок производных финансовых инструментов, Комиссия по регулированию банковской деятельности (China Banking Regulatory Commission) совместно с Народным банком Китая (People's Bank of China) — за банковский рынок, Комиссия по регулированию рынка страховых услуг (China Insurance Regulatory Commission) — за рынок страхования. Ближе к концу XX в. 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.);

— полномочия по регулированию финансовых рынков и соответствующему надзору сохранялись у министерства финансов (например, в Японии до 1998 г.<sup>4</sup>).

Необходимым условием функционирования отраслевой модели финансового регулирования являлось поддержание нормативных барьеров между различными видами финансовой деятельности, исключаящее 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 служат американское законодательство о разделении функций коммерческих и инвестиционных банков (Закон Гласса–Стигала), а также регулирование финансового рынка в Китае, долгое время устанавливавшее барьеры между разными видами деятельности.

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 разных типов, а также с дифференциацией размеров таких институтов)<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> 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 стране против ее воли [Рот и др., 2002, с. 132].

<sup>5</sup> Так, надзорная нагрузка, которую несут коммерческие банки, может оказаться непосильной для большинства организаций других секторов финансового рынка.

**В рамках отраслевой модели финансового регулирования** макропруденциальная функция 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.

Особая роль в реализации данной функции, как правило, отводится центральному банку, поскольку непосредственно регулируемый им банковский сектор является главным и доминирующим источником системного финансового риска. Это в первую очередь связано с императивом поддержания устойчивого функционирования платежной системы и контагиозным характером банковских рисков при современных банковских системах, 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 числе в роли кредитора последней инстанции: от этого, в частности, зависит оперативное предоставление ликвидности системно значимым банковским институтам.

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 степени сосредоточен не на поддержке устойчивости отраслевых институтов, а на защите интересов инвесторов. Специфика страховых, фондовых и некоторых других 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 выполнялись различными СРО. На наш взгляд, именно здесь можно искать причину неоднократно использовавшегося механизма формирования отраслевого регулятора (а затем и мегарегулятора) на основе неправительственной организации, которая со временем 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 создававшимися биржевыми сообществами, позднее — ассоциациями профессиональных финансовых посредников), и замещать такие 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 создало проблему контроля за их деятельностью со стороны органов государственной власти. С течением времени во многих странах все более явно стали осознавать необходимость обеспечения независимости регулирующего органа как фактора эффективности финансового регулирования. Задача нахождения оптимальной формы общественного контроля над деятельностью частично или полностью независимых от правительств финансовых регуляторов в этой связи приобрела особую актуальность (предоставление независимости регуляторам не означает допущение их бесконтрольности).

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 (при сохранении оперативной независимости). Чаще всего в качестве таких органов выступают правительство в целом или министерство финансов, реже — президент или представительные органы власти. Независимость финансового регулятора стала общепринятым признаком эффективного регулирования<sup>6</sup>, который характерен не только для отраслевой модели регулирования, но и для консолидированных моделей.

С конца 80-х гг. XX в. в ряде стран начался новый этап развития финансового регулирования — **консолидированный**, отмеченный созданием новых моделей регулятивных органов — *мегарегуляторов*, построенных по надотраслевому принципу, т.е. распространивших свои полномочия сразу на несколько секторов финансового рынка или даже на весь национальный финансовый рынок.

---

<sup>6</sup> Операционная независимость регулятора — второй принцип эффективного регулирования IOSCO [IOSCO, 2010, p. 4].

Историческую эволюцию моделей финансового регулятора можно представить в виде следующей схемы (рис. 1).

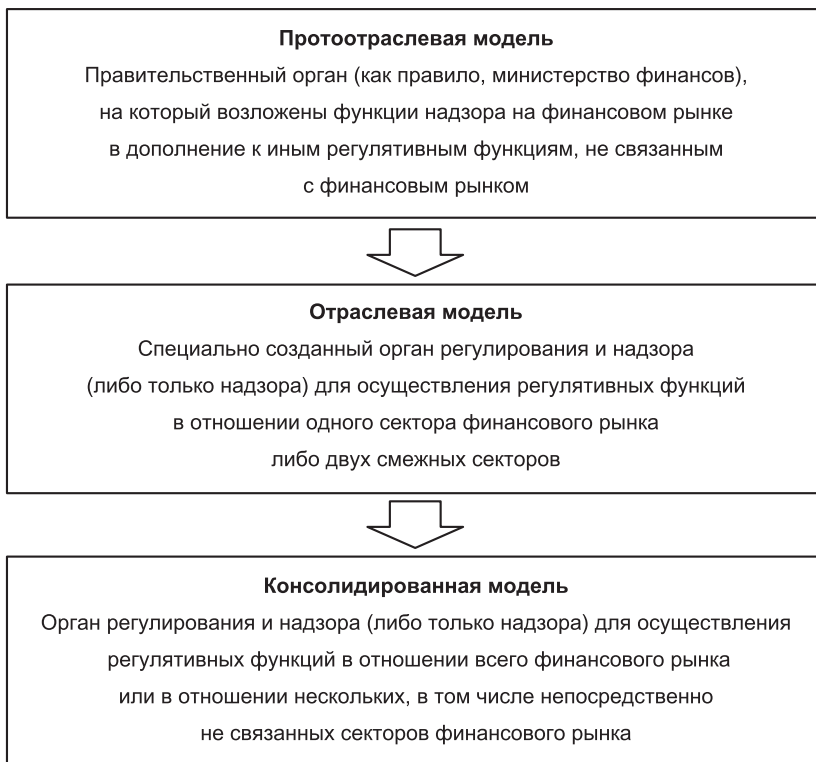


Рис. 1. Эволюция моделей финансового регулирования

Кроме расширения сферы полномочий изменялось также функциональное наполнение деятельности финансовых регуляторов. В наиболее общем виде эти функции можно разделить на правоустанавливающие и правоприменительные.

Отчасти противопоставляемое правоустановлению (нормотворчеству) понятие правоприменения, как правило, используется в более узком смысле — как часть функций органа надзора. В данной статье этот термин используется в более широком смысле, поскольку правоприменение включает в себя такие функции, как лицензирование, надзор и инфорсмент. Следовательно, более разветвленная структура финансового регулирования в функциональном разрезе представлена четырьмя основными блоками:

- 1) правоустановление (нормотворчество);
- 2) лицензирование;

- 3) надзор;
- 4) информсмент.

Исходя из данной версии структуры функций можно построить матрицу «секторы/функции», в рамках которой различные юрисдикции осуществляют выбор границ поля полномочий для своих регуляторов (рис. 2).

		Секторы финансового рынка			
		Банковский сектор	Рынок ценных бумаг	Пенсионные и инвестиционные фонды	Страховой рынок
Функции	Нормотворчество				
	Лицензирование				
	Надзор				
	Информсмент				

Рис. 2. Матрица «секторы — функции» финансового регулирования

Еще до перехода к консолидированному регулированию развитие «отраслевых» регуляторов, преследуя цель преодоления ограниченности чисто институционального подхода, в большинстве стран шло по пути интеграции различных функций и секторов рынка в рамках «ведущего» института [Supervision..., 1999]. Это делалось для 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 функ-



циональной консолидации (нормотворчество, лицензирование, надзор, инфорсмент и функции в более мелкой разбивке) [Mopkiewicz, 2007]. 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 функции правоустановления и правоприменения естественным образом сочетались (строго говоря, с момента появления самой функции надзора) в рамках того правительственного органа, полномочия которого распространялись на финансовый рынок. Так, при создании SEC (Securities and Exchange Commission) в законодательной базе США фиксировались наиболее принципиальные моменты функционирования рынка, а менее значимые и технические аспекты регулирования были переданы самой SEC. Поэтому этот орган изначально сочетал правоустанавливающие и правоприменительные функции.

Однако подобное совмещение функций было характерно далеко не для всех финансовых регуляторов. 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 надзорной функции (например, так была построена система регулирования финансового рынка в ведущих европейских государствах — Великобритании, Франции и Германии [Эффективный..., 2004, т. 2, с. 555]).

Лишь к концу XX в. после окончания периода финансового дерегулирования и возврата к тенденции усиления регулирования большинство регуляторов стали сочетать функции правоустановления и правоприменения. 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.

В 49 из 50 стран с наиболее развитыми финансовыми рынками соответствующий орган регулирования и/или надзора пользуется законодательно закрепленным правом принимать нормативные акты. Исключением является Германия. Однако в Германии мега-

надзорному органу (BaFin) в соответствии с законом могут быть делегированы функции принятия нормативных актов от министерства финансов, что и происходит на практике.

Совмещение в рамках одного регулятора функций правоустановления и правоприменения имеет ряд 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, объединение функций позволяет снижать издержки участников рынка на взаимодействие с регулирующими и надзорными организациями, а также страхует от ситуаций регуляторного арбитража.

## 2. Причины перехода к мегарегулированию

Процессы финансового дерегулирования, наиболее активно протекавшие в последние годы XX в. и в самом начале XXI в.<sup>7</sup> (вплоть до начала глобального финансового кризиса в 2007 г.), привели к беспрецедентной интеграции различных рынков и инвестиционных продуктов, а также развитию финансовых конгломератов, одновременно осуществляющих операции по всему рыночному их спектру. Это стало особенно заметно на небольших национальных рынках, где безраздельно господствуют несколько крупных международных игроков [Kremers et al., 2003].

Процессы финансовой конгломерации существенно увеличили потенциал системных рисков. Кроме того, росту системных угроз также содействовали глобализация и интернационализация финансовых рынков: в результате сближения финансовых систем различных стран контагиозные факторы унифицируются, преумножая потенциальный объем потерь.

Можно выделить четыре ключевые характеристики развития финансовых рынков (общие для всех стран мира), которые способствуют увеличению системного риска [Allen, Herring, 2001, p. 34–36]:

— интернационализация крупнейших инвестиционных компаний продолжает нарастать, что повышает системный риск в части его трансграничной трансляции по внутрифирменным каналам;

---

<sup>7</sup> Символом победы тенденции дерегулирования стала отмена в США в 1999 г. жесткого разграничения операций коммерческих и инвестиционных банков, закрепленного в законе 1933 г. Гласса—Стигалла, что окончательно устранило барьеры для кросс-секторной конгломерации, которая, впрочем, к 1999 г. уже стала необратимой.

— 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;

— 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;

— рынок деривативов, особенно внебиржевой его сегмент, сформировал единое пространство повышенного уровня риска, идеально подходящее для трансляции рисков в любой сектор финансового рынка и любую страну мира.

Следует подчеркнуть, что выделенные выше факторы — это не только отражение процессов, происходящих внутри финансового сектора. Такова реакция финансовых рынков на потребности, формируемые в рамках 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, в том числе с точки зрения объемов и разнообразия форм предоставляемого финансирования. Они максимально расширяют линейку сберегательно-инвестиционных продуктов, становясь финансовыми холдингами; открывают представительства и филиалы во многих странах мира; активно участвуют в процессах слияния и поглощения в целях укрупнения.

Так, за период с 2003 г. по 2006 г. объем иностранных ценных бумаг во владении инвесторов США вырос почти в два раза (с 3,1 трлн долл. до 6,0 трлн долл.) [Report on U.S. ..., 2007]. Несмотря на некоторый откат финансовой глобализации, наблюдаемый после кризиса, этот процесс в недалеком будущем скорей всего вновь интенсифицируется [Global Flows..., 2014].

Среди отмеченных факторов распространения системного риска следует обратить особое внимание на возрастающее значение рынка деривативов. Совокупная стоимость открытых позиций (по стоимости базисных активов) всех внебиржевых производных инструментов с декабря 1999 г. по июнь 2014 г. выросла в 7,8 раза (с 88,2 трлн долл. до 691,5 трлн долл.), а стоимость открытых позиций (по стоимости базисных активов) фьючерсов и опционов,

торгуемых на организованных рынках, с декабря 1999 г. по сентябрь 2014 г. — в 5,8 раза (с 13,5 трлн долл. до 77,9 трлн долл.)<sup>8</sup>. Действительно, как показал опыт глобального кризиса 2007–2009 гг., на внебиржевом рынке производных инструментов сформировались самостоятельные источники системного риска, отличные от кредитно-банковских по своему механизму, но не менее опасные.

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. Однако в силу заметных отличий стандартов учета, бизнес-моделей, профилей риска, каналов дистрибуции и других существенных характеристик в различных финансовых секторах их специализированные регуляторы в принципе не могли адекватно отреагировать на этот вызов, и часть институтов, операций и продуктов фактически оказалась вне всякого регулирования, что, несомненно, явилось одной из причин глобального финансового кризиса 2007–2009 гг.

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.

Впрочем, мегарегулирование не является единственно возможным ответом на современные процессы финансовой конгломерации, интенсифицирующие системные риски. Еще в рамках традиционной отраслевой модели регулирования применялись два надзорных подхода (институциональный<sup>9</sup> и функциональный<sup>10</sup>), призванные обеспечить контроль за деятельностью финансовых конгломератов. Эти подходы при соответствующей адаптации могут и далее применяться на практике.

---

<sup>8</sup> Рассчитано по данным Банка международных расчетов (Квартальные обзоры за соответствующие периоды). URL: [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1412.htm&m=5%7C25](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1412.htm&m=5%7C25) (дата обращения: 10.06.2015).

<sup>9</sup> Предполагает ориентацию в проведении надзора на финансовую организацию определенного типа как на юридическое лицо, правовой статус которого (коммерческий банк, брокер-дилер, страховая организация и др.) предопределяет тот надзорный орган, который будет заниматься всеми аспектами надзора и контроля в отношении этой организации.

<sup>10</sup> В рамках этого подхода поднадзорность финансовой организации предопределяется теми видами деятельности, которые она осуществляет, и теми сделками, которые она заключает, безотносительно ее правового статуса, т.е. у каждого вида деятельности может быть свой «функциональный» регулятор.

В качестве альтернативы институциональному и функциональному подходам в рамках традиционной отраслевой системы регулирования со временем сформировались два новых подхода — интегральный и “twin peaks”, представляющие собой уже принципиально иную регулятивную модель — **модель 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. 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.

**Подход “twin peaks”**, будучи основан на функциональном разделении регулирования по отдельным целям, опирается на иные принципы. Он предполагает распределение регуляторных (надзорных) функций между двумя регуляторами: один осуществляет надзор в части безопасности и устойчивости (макропруденциальный и микропруденциальный надзор), а другой фокусируется на контроле за обеспечением стандартов ведения бизнеса. В частности, в соответствии с этим подходом в большинстве видов финансовой деятельности вводится разделение между обслуживанием крупных и мелких (розничных) клиентов, с передачей последнего вида деятельности под надзор регулятора, отвечающего за обеспечение стандартов ведения бизнеса.

Резюмируя, можно указать на следующие основные причины перехода к консолидированному регулированию и формированию мегарегуляторов в современных условиях:

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 «трансляторами» между различными секторами финансового рынка;

4) сближение принципов и стандартов регулирования на 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);

6) необходимость обеспечить комплексную и равномерную защиту интересов инвестора на всех секторах финансового рынка в условиях усложнения финансовых продуктов, предлагаемых в том числе розничным 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 в целях 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;

9) необходимость проведения системной политики по развитию всех секторов национального финансового рынка в условиях значительной интенсификации трансграничной конкуренции в данном секторе и тяготения к переносу операций в международные финансовые центры;

10) стремление сократить издержки регулирования как за счет экономии на масштабе, так и концентрации ресурсов на наиболее важных сферах.

Дополнительным мощным стимулом к пересмотру национальных систем финансового регулирования стали события глобального финансового кризиса 2007—2009 гг., ярко высветившие изъяны традиционных регулятивных моделей.

### **3. Эволюция моделей регулирования**

В силу описанных выше причин эволюция моделей финансового регулирования имеет ярко выраженную тенденцию к повышению доли мегарегуляторов (таблица).

### Количество действующих мегарегуляторов

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

\* Оценка.

*Источник:* рассчитано авторами по данным International Organization of Securities Commissions (IOSCO).

На конец 2013 г. из 115 полных членов 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 странах (13,0%). Остальные — 51 регулятор (44,3% выборки) — представляли различные модели мегарегулирования. Таким образом, глобальная тенденция перехода к интегрированным в той или иной степени моделям надзора налицо.

По мере увеличения количества стран, перешедших к мегарегулированию, растет и разнообразие соответствующих моделей. При этом в структуре различных типов мегарегуляторов в последнее десятилетие постепенно возрастает доля мегарегуляторов, созданных на базе центральных банков (рис. 3–4).

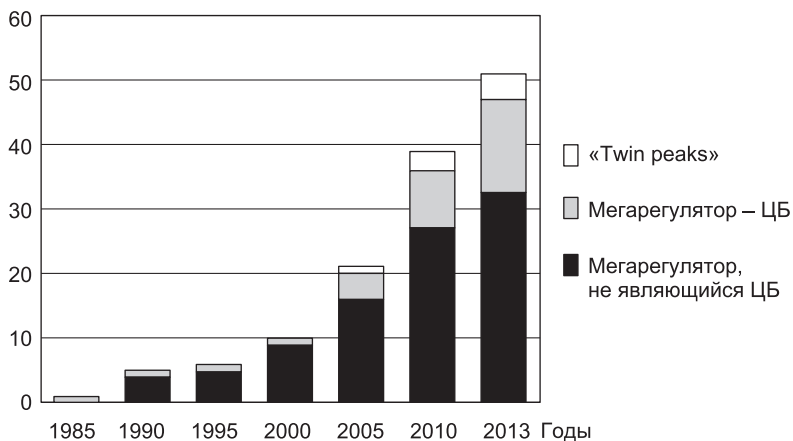


Рис. 3. Прирост числа действующих мегарегуляторов

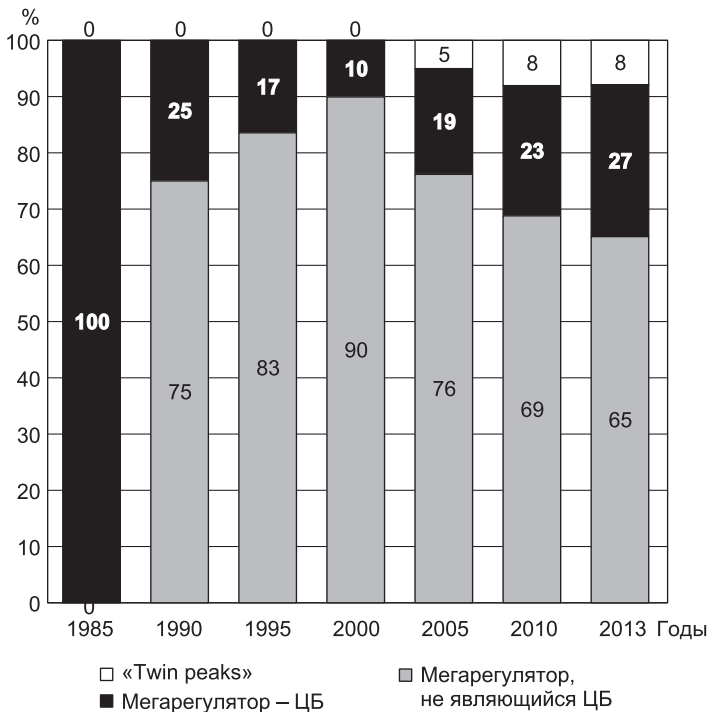


Рис. 4. Структура действующих моделей мегарегуляторов

Интегрированное регулирование не случайно чаще всего реализуется вне системы центрального банка. 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 также способствует 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 области. Таким образом, можно достичь действительно консолидированного подхода к финансовому регулированию, а также непротиворечивой комбинации его функций [DiGiorgio, DiNoia, 2001].



В свою очередь институциональная модель с единым мегарегулятором на базе национального (центрального) банка хотя и является пока более популярной, нежели “twin peaks”, но имеет довольно ограниченное распространение. Причин тому несколько:

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 регулирования [Nier, 2009]. Соответствующие превентивные механизмы не поддаются четкой и универсальной регламентации, и оперативное разрешение указанных противоречий может потребовать нарушения принципа независимости центробанка<sup>11</sup>. Отметим, что в мировой практике четкого организационного обособления функций регулирования в структуре центрального банка, как правило, не наблюдается;

б) самые разные политические системы противятся избыточной концентрации полномочий в невыборном профессиональном институте — центральном банке, поскольку должный уровень подотчетности и ответственности такого института по всему спектру его функций обеспечить чрезвычайно сложно;

в) переход под надзор центрального банка небанковских финансовых организаций способен создавать «эффекты индულгенций» (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 банков как таковых.

Даже если монетарные власти четко и недвусмысленно постулируют, что это не так, коммерческие банки фактически оказываются в привилегированном положении, и у небанковских финансовых организаций возникает стимул к перерегистрации для получения доступа к централизованному финансированию. Таким образом, небанковские финансовые организации постепенно вытесняются с рынка, а центр тяжести финансового сектора, следуя регулятивным изменениям, переносится в банковскую сферу, что может искажать его естественную структуру;

г) одновременное осуществление в рамках одного органа различных по своему характеру и направленности функций финансового регулирования неизбежно будет ставить его перед необходимостью расстановки приоритетов. Разумеется, априори это сделать нельзя; в различных ситуациях оптимальный выбор должен быть разным.

---

<sup>11</sup> В еврозоне, где функции денежно-кредитной политики переданы на уровень Европейского центрального банка, эта проблема, разумеется, отсутствует.

Однако нет никакой уверенности, что обремененный многообразными функциями институт будет всегда находить верное решение. Считается, что именно проблема такого рода помешала британскому мегарегулятору FSA найти правильный баланс между целями регулирования в случае с фактическим банкротством в 2007 г. банка Northern Rock [Banking Supervision..., 2009].

Центральные банки в силу возложенных на них макро- и микро-пруденциальных 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 приоритетной [Эффективный..., 2004, с. 113];

д) в ряде юрисдикций передача функций правоустановления центральному банку, которая является ключевой для эффективной антикризисной политики, невозможна или существенно ограничена, что препятствует концентрации всех регулятивных функций на финансовом рынке в едином органе.

#### 4. Модель “twin peaks”

На современном этапе 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.

Разумеется, будучи реализованной в чистом виде, модель “twin peaks” лишена этого недостатка, поскольку она основана как раз на функциональном принципе. Но ее внедрение наряду с полным отказом от традиционного вертикально-отраслевого подхода требует налаживания высокого уровня координации между регуляторами, а также весьма болезненного и сопряженного с немалыми текущими издержками кардинального пересмотра философии и практики регулирования. Поэтому переход к данной модели сегодня не слишком популярен, хотя отдельные элементы этой системы внедряются во многих странах (например, Бюро по защите потребителей в финансовой сфере, образованное в 2011 г. в ходе финансовой реформы в США, по сути, является отдельно стоящим «пиком»).

Судя по всему, популярность модели “twin peaks” по сравнению с интегрированным подходом (единым мегарегулятором) растет, особенно после кризиса 2007–2009 гг. В частности, об этом свиде-

тельствует реформа надзора, которая осуществляется в настоящее время в Великобритании. Кроме четырех стран с полностью сложившимися моделями “twin peaks” (Австралия, Бельгия, Голландия и Великобритания) по состоянию на конец 2013 г. (таблица, рис. 3–4), а также ЮАР, находящейся в процессе формирования законодательства для данной модели, еще по меньшей мере две страны с развитыми и объемными финансовыми рынками, находящиеся в рамках функционального подхода, вплотную подошли к реализации данной модели — Франция и Италия [The Structure..., 2008, p. 27]. Европейский центральный банк традиционно добавляет к этому списку еще две европейские страны — Испанию и Португалию, системы финансового регулирования и надзора которых также содержат определенные черты указанной модели [Recent Development..., 2010, p. 20, 22].

Проекты перехода к модели “twin peaks” обсуждаются и во многих других странах. Как уже отмечалось, такие обсуждения в США завершились рекомендацией перейти к модели “twin peaks”, однако в итоге там было решено модернизировать существующую отраслевую систему регулирования, дополнив ее институтами согласования политик различных регуляторов и специальным органом по защите клиентов финансовых организаций. Более вероятно сегодня внедрение модели “twin peaks” на крупнейших азиатских рынках. Активно обсуждается вопрос о переходе к данной модели в Гонконге [Douglas, Gibson, 2015; Michael, 2014]. Некоторые исследователи считают, что в долгосрочной перспективе для архитектуры органов финансового регулирования в Китае предпочтительным является также движение в направлении модели “twin peaks”, причем в качестве образца следует взять австралийскую, а не британскую ее версию [Huang, 2015].

Рассмотрим принципы устройства модели “twin peaks” на примере Нидерландов [Kremers, Schoenmaker, 2010]. Можно выделить четыре цели, которые соответствуют определенным видам политики, осуществляемым в рамках денежной и финансовой системы в широком смысле:

- 1) монетарная (ценовая) стабильность;
- 2) макропруденциальная (финансовая) стабильность;
- 3) микропруденциальная стабильность (устойчивость отдельных финансовых институтов);
- 4) обеспечение стандартов ведения бизнеса.

В конечном счете в системе формируются две группы целей, различающиеся своей направленностью. Первая (обеспечение устойчивого экономического роста) нацелена на экономику как единое целое, вторая — на отдельных участников рынка (защита клиентов

и инвесторов). Учитывая, что каждой конечной цели присущи определенные наборы инструментов по их достижению, 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. 5.

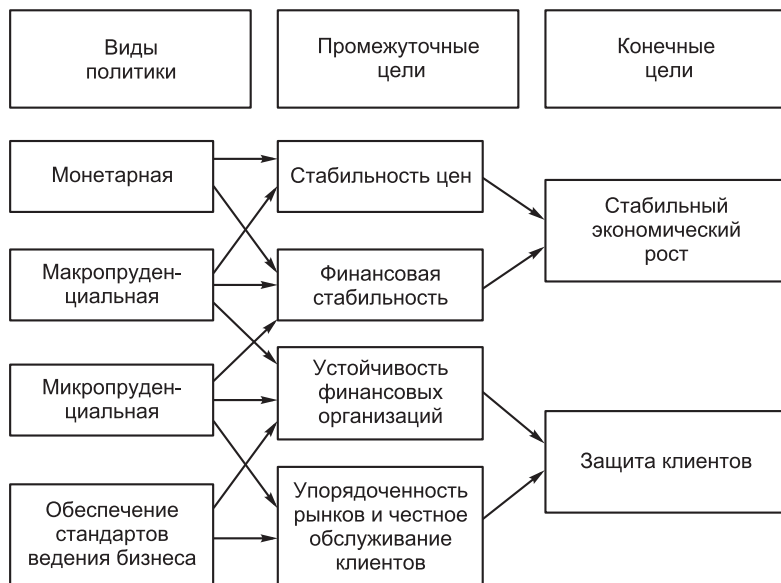


Рис. 5. Обоснование модели “twin peaks” с точки зрения потребностей различных политик

Такая постановка проблемы представляется модифицированным случаем подхода, детализирующего структуру целей финансового регулирования и соответственно необходимых политик [Буклемишев, Данилов, 2013]. 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.

Однако, судя по использованию альтернативных конфигураций мегарегулятора и ограниченному (до текущего момента) распространению модели “twin peaks”, ее внедрение может быть связано с серьезными затруднениями, природа которых требует специаль-

ного рассмотрения. Тем не менее тенденция к экспансии именно этой модели национального финансового регулирования совершенно очевидна, особенно в странах с развитыми финансовыми рынками. Не исключено, что в ближайшее десятилетие данная модель получит гораздо более широкое распространение<sup>12</sup> (такой вывод разделяют и ведущие иностранные исследователи теоретических и практических проблем современного финансового регулирования).

## 5. Заключение

Исторически можно выделить три этапа развития финансовых рынков и три соответствующих им модели финансового регулирования: протоотраслевая, отраслевая и консолидированная. Переход от отраслевой модели к консолидированной начался примерно три десятилетия назад и продолжается в настоящее время. В его основе лежат внутренние изменения структур самого финансового рынка, связанные с формированием финансовых конгломератов и увеличением потенциала системных рисков.

Отраслевая модель в силу своей специфики в традиционном виде не может в полной мере соответствовать требованиям эпохи финансовых конгломератов. В этой связи обозначилась четкая тенденция перехода к мегарегулированию, которая не абсолютна, но в последнее время является господствующей. Вместе с тем проблемы, встающие перед органами государственного управления в сфере финансовых рынков, в ряде стран решаются достаточно эффективно и без перехода к мегарегулированию. Поэтому нельзя сделать однозначный вывод о том, что отраслевая модель полностью исчерпала свой ресурс. Основное направление ее модернизации — формирование механизмов кооперации различных отраслевых регуляторов через создание коллегий регуляторов, налаживание сотрудничества между ними.

Процесс перехода к мегарегулированию (в широком смысле) выявил два подхода — один, более традиционный, заключается в концентрации функций регулирования и надзора в едином органе. Альтернативный подход (“twin peaks”) предполагает разделение между двумя регуляторами по функциональному принципу, который авторы данной статьи считают наиболее вероятным вектором дальнейшего развития моделей регулирования финансовых рынков.

---

<sup>12</sup> Даже при условии перехода к модели “twin peaks” только тех стран, в которых этот переход обсуждается достаточно активно в настоящее время, таких стран может стать не менее 10.

## Список литературы

*Буклемишев О., Данилов Ю.* Эффективное финансовое регулирование и создание мегарегулятора в России // Журнал Новой экономической ассоциации. 2013. № 3.

*Рот А., Захаров А., Миркин Я., Бернард Р., Баренбойм П., Борн Б.* Основы государственного регулирования финансового рынка. М., 2002.

Эффективный рынок капитала: экономический либерализм и государственное регулирование: В 2 т. / Под общ. ред. И.В. Костинова. М., 2004.

*Allen F., Herring R.* Banking Regulation versus Securities Market Regulation // The Wharton School University of Pennsylvania WP. 2001. N 01–29.

BIS Website. URL: [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1412.htm&m=5%7C25](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1412.htm&m=5%7C25) (last accessed data: 15.06.2015).

Banking Supervision and Regulation. L.: House of Lords, Economic Affairs Committee, 2009, June.

*DiGiorgio G., DiNoia C.* Financial Regulation and Supervision in the Euro Area: A Four-Peak Proposal // Wharton Financial Institution Center WP. 2001. N 01–02.

*Douglas A.W., Gibson E.* Financial Regulatory Structure in Hong Kong: Looking forward // Institutional Structure of Financial Regulation: Theories and International Experiences / Ed. by R.H. Huang, D. Schoenmaker. Routledge, 2015.

IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation // International Organization of Securities Commissions Website. 2010. June. URL: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf> (last accessed data: 18.06.2015).

Global Flows in a Digital Age // McKinsey Global Institute Website. 2014. April. URL: [http://www.mckinsey.com/insights/globalization/global\\_flows\\_in\\_a\\_digital\\_age](http://www.mckinsey.com/insights/globalization/global_flows_in_a_digital_age) (last accessed data: 10.06.2015).

*Huang H.R.* Institutional Structure of Financial Regulation in China: Where is it Now and Where is it Heading? // Institutional Structure of Financial Regulation: Theories and International Experiences / Ed. by R.H. Huang, D. Schoenmaker. Routledge, 2015.

*Kremers J., Schoenmaker D., Wierds P.* Cross-Sector Supervision: Which Model? // Brookings-Wharton Papers on Financial Services / Ed. by R. Herring, R. Litan. Washington, 2003.

*Kremers J., Schoenmaker D.* Twin Peaks: Experiences in the Netherlands // LSE Special Paper. 2010. N 196. November.

*Michael B.* Objectives-Based Twin-Peaks Financial Regulation in Hong Kong // HKU Working Papers. 2014. October. URL: [http://works.bepress.com/bryane\\_michael/95](http://works.bepress.com/bryane_michael/95) (last accessed data: 18.06.2015).

*Monkiewicz J.* Consolidated or Specialized Financial Market Supervisors: Is there an Optimal Solution? // The Geneva Papers. 2007. Vol. 32. N 1.

*Nier E.* Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks // IMF Working Paper. 2009. N 09/70.

Recent Developments in Supervisory Structures in the EU Member States (2007–10). Frankfurt: European Central Bank, 2010.

Report on U.S. Portfolio Holdings of Foreign Securities as of December 31, 2006 // U.S. Department of the Treasury Website. 2007. November. URL: [www.ustreas.gov/tic/shc2006r.pdf](http://www.ustreas.gov/tic/shc2006r.pdf) (last accessed data: 10.06.2015).

Supervision of Financial Conglomerates: Papers prepared by the Joint Forum on Financial Conglomerates, February, 1999.

The Structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace. Washington: Group of Thirty, 2008.

### **The List of References in Cyrillic Transliterated into Latin Alphabet**

Buklemishev O., Danilov Ju. Jeffektivnoe finansovoe regulirovanie i sozdanie megareguljatora v Rossii, *Zhurnal Novoj jekonomicheskoy asociacii*, 2013, N 3.

Rot A., Zaharov A., Mirkin Ja., Bernard R., Barenbojm P., Born B. Osnovy gosudarstvennogo regulirovanija finansovogo rynka, M, 2002.

Jefferktivnyj rynek kapitala: jekonomicheskij liberalizm i gosudarstvennoe regulirovanie: V 2 t, Pod obshh. red. I.V. Kostikova, M, 2004.