

# Коренной пересмотр системы

Рэндалл Додд



**США предлагают самую радикальную реформу финансового регулирования со времен Нового курса**

**М**ИРОВОЙ финансовый кризис оказал разрушительное воздействие на ведущие финансовые рынки, что привело к подрыву платежеспособности компаний, нарушению торговой ликвидности и вынужденному пересмотру аспектов пруденциального регулирования. Кризис сделал эти рынки кандидатами на проведение радикальных реформ в сфере регулирования. Прежде основное внимание в сфере регулирования уделялось платежеспособности отдельных банков; кризис продемонстрировал необходимость работы с финансовой системой в целом, а такой системный подход требует надлежащего регулирования рынков и операций, которые отражают взаимосвязи между банками и другими финансовыми компаниями.

Изменение в подходе находит отражение в предлагаемых стандартах регулирования Совета по финансовой стабильности, Международной организации комиссий по ценным бумагам и таких частных организаций, как Группа тридцати и Институт международных финансов. Недавние предложения Министерства финансов США в равной степени отражают фундаментальные изменения в подходе к регулированию финансового рынка. Предложения предстоит сформулировать в форме законов и утвердить в Конгрессе США. Однако если законодатели внесут лишь небольшое число серьезных изменений, то результатом предложений Министерства финансов станет первый коренной пересмотр финансовой системы США со времени политики Нового курса в период работы администрации президента Франклина Д. Рузвельта, когда мир также переживал грандиозный финансовый кризис.

## Реформы Нового курса

За семилетний период, начиная с 1933 года, США изменили порядок регулирования ры-

ночных структур для управления банковской системой, ценными бумагами, производными финансовыми инструментами, ипотекой и активами (см. вставку). Новые законы привели к трансформации финансовой системы США, страдавшей от мошенничества и частых кризисов: спустя некоторое время она стала определять мировой стандарт стабильности, эффективности и способности мобилизовать капитал.

Ключевые разделы законодательства охватывали множество проблем и различные финансовые секторы, но наиболее точное представление о них можно получить, объединив их в категории, которые отражают их основное воздействие на рынки: системная стабильность, реорганизация регулирования, прозрачность, повышение целостности рынков и уменьшение конфликтов интересов.

**Системная стабильность.** Закон Гласса-Стигалла отделил традиционную коммерческую банковскую деятельность — по сути, кредитование и прием депозитов — от операций, проводимых брокерами и дилерами ценных бумаг, таких как андеррайтинг, деятельность в качестве дилера («маркет-мейкеры») и инвестирование в корпоративные акции и облигации. В результате снизилась подверженность банков циклическим колебаниям, которые влияют на ценные бумаги, что с большей вероятностью давало банкам возможность предоставлять кредиты в периоды спада и восстановления цикла. Другие разделы законодательства требовали, чтобы определенные товарные фьючерсы обращались на регулируемых фондовых биржах, и вводили лимиты на спекулятивные позиции для торговых операций на этих рынках. Следствием более высокой нормы маржи (то есть залогового обеспечения) на фьючерсных биржах стало более пруденциальное сглаживание рисков контрагента и рыночных рисков для снижения убытков. Законы о ценных бумагах также были призваны снизить чрезмерную волатильность и обеспечить большую рыночную стабильность.

**Реорганизация.** Комиссия по ценным бумагам и биржам (КЦББ) была образована в целях регулирования и надзора за рынками ценных бумаг и отраслью управления активами; Федеральная корпорация по страхованию депозитов (ФКСД) была создана для страхования банковских депозитов. Существенные изменения были внесены в управление Федеральной резервной системой, включая образование Совета управляющих и Федерального комитета по операциям на открытом рынке.

**Прозрачность.** Корпорации, выпускающие ценные бумаги на открытых рынках, были обя-

заны раскрывать финансовое положение своих предприятий; это правило также относилось к операциям на вторичном рынке и к инвестиционным компаниям.

**Целостность рынков.** Мошенничество и манипуляции в банковской сфере, на рынках ценных бумаг и производных финансовых инструментов были запрещены, что усилило позиции инвесторов и органов регулирования.

**Конфликты интересов.** Эти законы касались множества конфликтов интересов в корпоративном управлении и других сферах инвестирования, таких как управление активами и в особенности управление взаимными фондами. Закон Гласса-Стигалла также не позволял банкам, которые располагали закрытой информацией о корпоративных заемщиках, вести от собственного имени операции на рынках корпоративных ценных бумаг.

## Крах системы

Ослабление финансовой стабильности, которую обеспечил Новый курс, началось в 1980-х годах, поскольку меры дерегулирования и инновации создавали пробелы, позволявшие многим финансовым компаниям и видам деятельности полностью или частично выйти из сферы охвата системы нормативного регулирования. В 1980-х годах стал набирать обороты процесс секьюритизации, и многие банки перенесли основное внимание в своей деятельности с традиционного кредитования на эмиссию и операции с ценными бумагами и производными финансовыми инструментами.

### Основные законодательные акты финансового регулирования, введенные Новым курсом

1933 год — **Закон Гласса-Стигалла** разделил коммерческую и инвестиционную банковскую деятельность. Была создана программа страхования депозитов и разрешено более широкое образование отделений национальных банков.

1933 год — **Закон о ценных бумагах** установил требования к раскрытию информации для эмиссии ценных бумаг (акций или облигаций) на открытых рынках ценных бумаг, а также запреты в отношении мошенничества и манипуляций с ценными бумагами.

1934 год — **Закон об инвестиционных биржах** предусматривал создание Комиссии по ценным бумагам и биржам и уполномочивал ее устанавливать правила и обеспечивать их исполнение. Закон распространял федеральное регулирование на операции с ценными бумагами на вторичном рынке. Также он устанавливал систему саморегулирования.

1935 год — **(Сводный) закон о банковской деятельности** реформировал управление Федеральной резервной системой и расширил ее полномочия. Он предусматривал образование современного варианта Совета управляющих и Комитета по операциям на открытом рынке Федеральной резервной системы (КООР) и расширил их полномочия. Закон установил залоговые ставки (то есть «запас прочности») и условия предоставления экстренных кредитов резервными банками.

1936 год — **Закон о товарных биржах** ужесточил федеральные запреты в отношении мошенничества и распространил их на манипуляции. Он также требовал регистрации брокеров по фьючерсным сделкам и обязывал их вести учет. Закон установил лимиты по спекулятивным позициям и ввел запрет на торговлю опционами на определенную сельскохозяйственную продукцию.

1940 год — **Закон об инвестиционных компаниях** регулировал деятельность компаний, которые в основном инвестировали в другие компании, — например, взаимных фондов. Он требовал регистрации и раскрытия информации, в том числе по операциям между управляющими и любым аффилированным лицом, и устанавливал правила корпоративного управления для исполнительного руководства, совета директоров и доверенных лиц.

1940 год — **Закон о консультантах по инвестициям** требовал от консультантов регистрации, представления отчетности и ведения учета взаимоотношений с клиентами. Он также устанавливал запрет на определенные операции и вознаграждение за предоставление консультаций на основе конфликта интересов.

Отмечались неумеренность и злоупотребления в области секьюритизированных продуктов. Стремительный рост рынков внебиржевых производных финансовых инструментов породил огромные трейдинговые доходы, одновременно выведя риски за баланс. Результатом стало сокращение требований в отношении минимального размера капитала и других пруденциальных ограничений на принятие рисков. Расширяющееся использование предприятий специального назначения привело к искажению интерпретации профиля риска банком, что позволило учреждениям не отражать некоторые из своих долгов и подверженность рискам в консолидированной финансовой отчетности.

## Ответные действия Министерства финансов США

Недавно Министерство финансов США издало предложение о реформе, направленное на решение большого числа проблем, связанных с подходом к регулированию финансовых компаний и рынков и ставших очевидными в ходе финансового кризиса. Данное предложение включает призыв к международному сотрудничеству в целях повышения мировых стандартов финансового регулирования и надзора. Предложение отражает глубокие изменения в подходе к регулированию, которые стали следствием финансового кризиса, — отход от дерегулирования, начавшего распространяться четверть века назад, и возврат к реформам Нового курса. Новые предложения можно рассматривать в рамках аналогичных тематических линий.

**Системные меры и пруденциальное регулирование.** Предлагаемые меры включают повышение нормативов в отношении достаточности капитала и требований к ликвидности для всех регулируемых финансовых компаний. Сюда входят меры, касающиеся забалансовых статей, например, производных финансовых инструментов и кредитных линий, а также неконсолидированных статей, таких как предприятия специального назначения. Новые требования в отношении создания резервов на случай убытков по кредитам и методологий бухгалтерского учета направлены на избежание процикличности — когда финансовое поведение усугубляет тенденции, уже установившиеся в экономике. Кроме того, предложения призваны уменьшить стимулы для чрезмерного принятия рисков за счет привязки вознаграждения руководящего звена к долгосрочным показателям деятельности.

Полномочия холдинговых компаний Федеральной резервной системы будут расширены с целью охвата финансовых компаний системного значения (называемых финансовыми холдинговыми компаниями 1-го уровня) на основании их размеров или взаимосвязанности. Надзор банковской холдинговой компании Федеральной резервной системы будет распространен на владельцев всех депозитных компаний, включенных в федеральную систему страхования, включая и независимые сберегательные учреждения и банки промышленных кредитов, на которые в настоящее время не распространяются правила банковской холдинговой компании.

Министерство финансов стремится к комплексному регулированию рынка внебиржевых производных финансовых инструментов, сопоставимому с подходом к регулированию, который применяется на других финансовых рынках. Оно старается переместить стандартные внебиржевые производные финансовые инструменты на регулируемые биржи. Для этого потребуется, чтобы расчеты по всем операциям с внебиржевыми производными финансовыми инструментами проводились через клиринговую палату (иногда ее называют центральным контрагентом), которая становится контрагентом для обеих сторон каждой операции, — вместо действующих в настоящее время двусторонних клиринговых соглашений. Также будут необходимы более высокие стандарты для залогового обеспечения, в том числе использование первоначальной маржи, для всех операций с внебиржевыми производными финансовыми инструментами с целью снижения системного риска из-за накопления крупных открытых позиций контрагента. Содержащиеся в предложении требования относительно представления отчетности по

операциям также расширят возможности органов регулирования, позволив им осуществлять надзор за рынками и выявлять и предупреждать случаи мошенничества и манипуляций.

**Реорганизация.** Предусматривается создание нового Совета по надзору за финансовыми услугами, призванного формализовать обмен информацией и координацию политики ключевых органов регулирования и разрешения споров в отношении юрисдикции. В состав совета будут входить главы основных федеральных органов финансового регулирования, под председательством министра финансов, а персонал будет назначаться Министерством финансов.

Новое Управление по надзору за национальными банками (УННБ) примет на себя обязанности Управления по надзору за сберегательными учреждениями (сберегательные учреждения будут перерегистрированы в качестве национальных банков) и Управления контролера денежного обращения, которое ранее регулировало деятельность национальных банков.

Кроме того, план предусматривает создание независимого Управления по защите финансовых услуг — оно будет защищать розничных клиентов и инвесторов (в том числе заемщиков по ипотеке) на рынке финансовых услуг. Это повлечет за собой отмену полномочий по защите потребителей для Федеральной резервной системы, но не для КЦББ и КСБТ (Комиссии по срочной биржевой торговле). Новое Национальное управление страхования в рамках Министерства финансов будет координировать деятельность национальной страховой отрасли, а также осуществлять ее регулирование и надзор за ней на уровне штатов.

Федеральная резервная система будет осуществлять регулирование финансовых холдинговых компаний системного значения (1-й уровень) и их дочерних предприятий и аффилированных лиц внутри страны и за рубежом. На нее будут возложены расширенные полномочия по надзору и регулированию всех аффилированных лиц банковских холдинговых компаний, а также по консолидированному пруденциальному регулированию финансовых холдинговых компаний. Она также будет вести надзор за всеми системно значимыми платежными, клиринговыми и расчетными системами. Клиринговые палаты, надзор за которыми в настоящее время осуществляют соответствующие органы регулирования, получат доступ к сети Fedwire (обеспечивающей электронные переводы платежей между финансовыми учреждениями), механизму переучета и другим услугам Федеральной резервной системы.

**Прозрачность цен.** Эффективность преимуществ системной прозрачности цен в течение продолжительного времени снижалась из-за огромных рынков внебиржевых производных финансовых инструментов, где информация о ценах не является общедоступной. Усиление прозрачности достигается за счет выполнения требования о том, чтобы все операции с внебиржевыми производными финансовыми инструментами отражались в реестре (если только они уже не были отражены в процессе клиринговых расчетов).

Новые требования в отношении предоставления информации о ценах и объемах операций с внебиржевыми производными финансовыми инструментами коренным образом изменят способность органов регулирования осуществлять надзор за рынками: они позволят вести наблюдение за прежде скрывавшимися открытыми позициями и торговыми операциями, а также усовершенствуют процесс выявления цен. Более эффективное выявление цен делает процесс торговли более конкурентоспособным, поскольку конечные пользователи (не являющиеся дилерами) получат больше информации о рынке в целом.

**Раскрытие информации.** Законы о ценных бумагах 1933 и 1934 годов устанавливали требования к раскрытию основной финансовой информации в качестве условия для эмиссии корпоративных инструментов участия в капитале и долговых ценных бумаг и торговли ими. Следствием Национального закона о жилье 1934 года стало создание стандартного жилищно-ипотечного контракта, стандартизированной кредитной документации и вторичного жилищно-ипотечного рынка. Аналогичным образом план

Министерства финансов требует от КЦББ разработать стандартную документацию для секьюритизации и ввести расширенные требования к раскрытию информации для эмиссии и операций с секьюритизованными долговыми инструментами. Отсутствие прозрачности и недостаток надлежащей проверки были важными факторами краха рынка структурированных ценных бумаг, обеспеченных ипотекой. Предлагаемые меры, как представляется, призваны сделать информацию о структуре секьюритизации и базовых активах более доступной, что будет способствовать более широкой надлежащей проверке со стороны инвесторов.

**Целостность рынков.** План требует от субъектов, осуществляющих управление большинством хеджевых фондов, частными инструментами участия в капитале, венчурным капиталом и другими подобными частными фондами капитала, регистрироваться в КЦББ, представлять отчетность и вести учет своей деятельности. Достаточно высокий уровень отчетности позволит органам регулирования определять, стали ли инвестиционные пулы настолько крупными, зависимыми от заемных средств или взаимосвязанными, чтобы угрожать системной стабильности.

Регистрация поможет снизить уровень хищений и других видов мошенничества за счет проверки управляющих. Требования представлять данные о позиции снимут проблемы, связанные с рыночными манипуляциями, нестабильностью из-за коротких продаж и искажающим влиянием инвестиций в хеджевые фонды на цены на биржевые товары. Кроме того, эти меры должны помочь сделать рынки более надежными, укрепить доверие инвесторов и повысить потенциал органов надзора.

План Министерства финансов также предусматривает восстановление запретов на мошенничество и манипуляции на рынках внебиржевых производных финансовых инструментов, которые были отменены в законе о дерегулировании в 2000 году.

**Конфликты интересов.** Министерство финансов предлагает устранить целый ряд конфликтных взаимоотношений между инвесторами. Эмитенты ценных бумаг, обеспеченных активами, будут обязаны сохранять часть кредитного риска, чтобы гарантировать рыночную дисциплину при андеррайтинге и переносе рисков. В программах вознаграждения руководящего звена акцент должен быть перенесен с краткосрочной прибыли на долгосрочные показатели деятельности. Агентства кредитного рейтинга обязаны будут раскрывать информацию о своих деловых отношениях с эмитентами, в том числе о сборах. Инвестиционные консультанты, управляющие хеджевыми фондами и другими частными фондами капитала, будут ограничены в ведении некоторых иных видов деятельности.

## Новый «Новый курс»

Предложения по проведению реформы представляют собой фундаментальный отход от преобладавшей до кризиса концепции невмешательства в деятельность самоуправляющихся финансовых компаний в сторону использования пруденциальных мер, направленных на улучшение поведения финансовых рынков и управления внешними факторами, которые возникают вследствие масштабного принятия рисков. Они очевидным образом следуют тем же экономическим принципам, что и реформы Нового курса, который изменил форму финансовых рынков после рыночного краха 1929 года и последовавших банковских крахов. Реформы 1930-х годов привели к заметным успехам. Несмотря на амбициозный характер сопоставления с современными последствиями, предложение Министерства финансов обладает двумя преимуществами, которыми не могли воспользоваться реформаторы Нового курса: это собственно опыт Нового курса, а также понимание того, что в будущем система нормативного регулирования неизбежно подвергнется инновационным изменениям. ■

*Додд является старшим экспертом по финансовому сектору Департамента денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.*