**Федеральное государственное бюджетное образовательное
учреждение высшего профессионального образования
«РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»**

**Богданюк Е.А., Киюцевская А.М., Трунин П.В.,
Худько Е.В.**

**Анализ эволюции глобального регулирования
отдельных сегментов финансовых рынков**

Москва 2017

Определения, обозначения и сокращения

В настоящей работе применяются следующие обозначения:

ВВП – валовой внутренний продукт;

БКБН – Базельский комитет по банковскому надзору;

США – Соединенные Штаты Америки;

СФС – Совет по финансовой стабильности;

ФРС – Федеральная резервная система;

ЭКЮ – валютная единица, использовавшаяся в европейской валютной системе (от англ. European Currency Union);

НАУФОР – Национальная ассоциация участников фондового рынка;

МВФ – Международный валютный фонд;

ВПОДК – внутренняя процедура оценки достаточности капитала;

НКЛ – норматив краткосрочной ликвидности;

БКЛ – безотзывная кредитная линия;

ПКЛ – показатель краткосрочной ликвидности;

ЕАЭС – Евразийский экономический союз.

Аннотация. Система наднационального финансового регулирования начала активно развиваться в 1970-х гг. на фоне повышения открытости финансовых рынков и активного развития финансовых инструментов. В настоящее время стандарты наднационального регулирования охватывают деятельность ключевых сегментов финансового рынка и финансовых корпораций: деятельность банковского сектора, страховых организаций, платежных и расчетных систем, фондов коллективных инвестиций, рынка ценных бумаг, систему страхования вкладов и организации финансовой отчетности. Становление и развитие финансовой деятельности в России требуют соответствующего развития системы регулирования с учетом передового международного опыта. В работе проводится анализ эволюции наднациональных подходов к регулированию отдельных сегментов финансовых рынков, степень вовлеченности России в систему наднационального регулирования и соответствия национальных подходов к регулированию отдельных сегментов финансовых рынков мировым стандартам.

Abstract. Global system of financial regulation began to develop in the 1970s. in the conditions of increasing openness of financial markets and active developing of financial instruments. Currently global regulation standards cover the activities of key segments of the financial market and corporations: the banking sector, insurance organizations, payment and settlement systems, collective investment funds, securities market, a system of deposit insurance, and the organization of the financial statements. Development of financial activities in Russia requires an appropriate control system development, taking into account international best practices. The paper analyzes the evolution of global regulation system of individual segments of the financial markets, the extent of Russian involvement in global regulation and compliance with national approaches to the global standards.

Богданюк Е.А. научный сотрудник Центра изучения проблем центральных банков ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Киуцевская А.М. старший научный сотрудник Центра изучения проблем центральных банков ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Трунин П.В. ведущий научный сотрудник Центра изучения проблем центральных банков ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Худько Е.В. ведущий научный сотрудник Центра изучения проблем центральных банков ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Данная работа подготовлена на основе материалов научно-исследовательской работы, выполненной в соответствии с Государственным заданием РАНХиГС при Президенте Российской Федерации на 2016 год.

Оглавление

Определения, обозначения и сокращения.....	2
Введение	5
1 Становление и развитие системы глобального финансового регулирования.....	7
1.1 Особенности функционирования и история развития наднациональной система финансового регулирования	7
1.2 Предпосылки введения наднационального регулирования национальных и глобальных финансовых рынков	13
2 Принципы глобального регулирования отдельных сегментов финансового рынка	19
2.1 Задачи глобального регулирования отдельных сегментов финансового рынка	19
2.2 Конвергенция и эволюция международных стандартов глобального регулирования отдельных сегментов финансового рынка.....	38
3 Особенности регулирования финансовых рынков в России	45
3.1 Внедрение международных стандартов регулирования банковского сегмента.....	45
3.2 Внедрение международных стандартов регулирования страхового сегмента.....	50
3.3 Внедрение международных стандартов регулирования рынка ценных бумаг	52
3.4 Оценка условий и перспектив внедрения новых подходов регулирования отдельных сегментов финансовых рынков	55
Заключение	62
Список использованных источников.....	66
Приложение А	72
Приложение Б.....	73

Введение

Наднациональное финансовое регулирование стало активно развиваться с 1970-х гг., с одной стороны, как ответ на интернационализацию деятельности финансовых институтов, глобализацию потоков капитала и рынков финансовых инструментов, с другой стороны, ввиду стремления национальных регуляторов к координации регулятивных подходов, разработке и продвижению лучших практик. Постепенно стандарты наднационального регулирования охватили деятельность банковского сектора, страховых организаций, платежных и расчетных систем, фондов коллективных инвестиций, рынка ценных бумаг, практику страхования вкладов и организации финансовой отчетности, некоторые прочие виды деятельности и процессы. Такие стандарты преимущественно касались вопросов микроуровня (регулирования деятельности отдельных финансовых институтов для защиты интересов индивидуальных кредиторов, вкладчиков и инвесторов при наличии проблем информационной асимметрии). Финансовый кризис 2008-2009 гг. привел к фундаментальному переосмыслению подходов к финансовому регулированию и его роли в государственной политике. Институты системы наднационального регулирования (международные организации; Совет по финансовой стабильности; органы, устанавливающие отраслевые стандарты регулирования) во взаимодействии с национальными регуляторами и академическим сообществом предприняли значительные усилия в области анализа причин и последствий глобального финансового кризиса, разработки и имплементации новых подходов к регулированию. Особое внимание стало уделяться политике, ориентированной на снижение системного риска и поддержание стабильного функционирования финансовой системы в целом (на макроуровне). Импульс к развитию получила деятельность в области анализа проблем цикличности финансовой системы (временного измерения системного риска), а также регулирование структуры системных взаимосвязей и взаимодействий институтов (пространственное измерение системного риска).

Происходящие процессы становления и развития отдельных отраслей финансовой деятельности в России требуют соответствующего развития системы регулирования с учетом передового международного опыта. В этой связи особую актуальность приобретает вопрос изучения эволюции наднациональных подходов к регулированию; проблем, стоящих перед глобальными регуляторами в настоящий

момент; практики участия России в системе наднационального регулирования; степени соответствия внутрироссийских подходов к регулированию отдельных сегментов финансовых рынков наднациональным.

Основная цель исследования заключается в выявлении особенностей развития и регулирования отдельных сегментов финансовых рынков и направлений их эволюции.

1 Становление и развитие системы глобального финансового регулирования

1.1 Особенности функционирования и история развития наднациональной система финансового регулирования

В настоящий момент наднациональная система финансового регулирования и надзора представлена широким кругом участников различного типа (международными организациями; форумами; органами, устанавливающими стандарты; механизмами межинституциональной координации и прочими участниками) со сложной структурой взаимодействий и отсутствием однозначных линейных (иерархических) механизмов подчинения. На высшем уровне, представленным форумами на уровне глав правительств и центральных банков (Группа 20) и международными организациями (Международным валютным фондом, Всемирным банком, Организацией экономического сотрудничества и развития и некоторыми прочими), задается общий стратегический вектор развития глобальной системы регулирования и согласовываются направления деятельности так называемых «органов, устанавливающих глобальные стандарты» (global standard setters). Такими органами являются: Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO), Международная ассоциация органов страхового надзора (IAIS), Базельский комитет по банковскому надзору (BCBS), Комитет по платежам и рыночным инфраструктурам (CPMI), Комитет по глобальной финансовой системе (CGFS), Международная ассоциация страховщиков депозитов (IADI), Международная организация органов пенсионного надзора (IOPS), Совет по международным стандартам финансовой отчетности (IASB), Совет по международным стандартам аудита и подтверждения достоверности информации (IAASB). Указанные институты участвуют в разработке стандартов, правил и рекомендаций в сфере финансового регулирования и надзора, которые в дальнейшем могут быть полностью или частично имплементированы национальными регуляторами на добровольной основе (таблица 1). Отдельным институциональным звеном является Совет по финансовой стабильности, созданный в 2009 г. с целью координации усилий в области наднационального регулирования для обеспечения стабильности функционирования глобальной финансовой системы.

Таблица 1 – Глобальные органы финансового регулирования

Глобальный орган финансового регулирования	Задачи
Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO)	Продвижение признанных на международном уровне стандартов регулирования и надзора на рынке ценных бумаг с целью защиты инвесторов, поддержания эффективных и транспарантных рынков, обеспечение финансовой стабильности.
Международная ассоциация органов страхового надзора (IAIS)	Усиление глобального регулирования, надзора и эффективности функционирования рынков страхования для обеспечения финансовой стабильности и защиты интересов держателей страховых полисов.
Базельский комитет по банковскому надзору (BCBS)	Усиление регулирования, надзора и деятельности банковского сектора по всему миру для обеспечения финансовой стабильности и защиты интересов вкладчиков и кредиторов.
Комитет по платежам и рыночным инфраструктурам (CPMI)	Усиление безопасности и эффективности работы платежных, клиринговых и расчетных систем для обеспечения финансовой стабильности.
Комитет по глобальной финансовой системе (CGFS)	Усиление эффективности функционирования и стабильности глобальной финансовой системы за счет оценки и мониторинга потенциальных источников рисков, координации и разработки рекомендаций.
Международная ассоциация страховщиков депозитов (IADI)	Усиление эффективности работы систем страхования вкладов и содействие финансовой стабильности.
Международная организация органов пенсионного надзора (IOPS)	Улучшение качества и эффективности надзора за частными пенсионными системами по всему миру, способствующего их развитию для обеспечения достойного дохода лиц, выходящих на пенсию.
Совет по международным стандартам финансовой отчетности (IASB)	Разработка стандартов финансовой отчетности для усиления открытости и эффективности финансовых рынков, усиления финансовой стабильности.
Совет по международным стандартам аудита и подтверждения достоверности информации (IAASB)	Разработка стандартов в области аудита и других сопутствующих услуг для усиления финансовой стабильности и качества обеспечения достоверности информации.

Источник: составлено авторами

Существующая в настоящее время система институтов наднационального финансового регулирования начала формироваться в 1970-х гг. сначала в секторе банковского регулирования, несколько позже в секторе страхования, платежных систем, обращения ценных бумаг. Система регулирования создавалась под действием объективных предпосылок, формируемых в процессе развития

международного рынка финансов. С 1970-х гг. наблюдалось резкое увеличение темпов роста глобализации финансовых рынков на фоне ослабления регулирования счета операций с капиталом сначала в развитых странах и несколько позже в развивающихся: доля общего объема трансграничных обязательств банков в мировом ВВП росла с 14% в 1970-х гг. до 62% в 2008 г. Другой заметной тенденцией стало повышение роли финансового посредничества в экономике (доля совокупного объема активов финансового сектора в мировом ВВП возросла с 90% в начале 1970-х гг. до 168% в начале 2009 г.). При этом произошло изменение структуры посредничества: ослабление роли банков и усиление роли небанковских финансовых посредников (фонды коллективных инвестиций, страховщики, пенсионные фонды, фонды денежного рынка). Из числа крупных развитых стран последняя тенденция особенно сильно проявлялась в США, где доля банков в общем объеме кредитования частного сектора сократилась с 55% в середине 1970-х гг. до 32% в конце 2000-х гг. Кроме того, в указанный период произошло значительное расширение перечня используемых финансовых инструментов во многом за счет быстрого развития рынка деривативов, в том числе инструментов секьюритизации.

Первые существенные шаги в области организации наднационального финансового регулирования были сделаны в банковском секторе: осенью 1974 г. был организован Базельский комитет (БКБН). Созданию БКБН предшествовала организация двух наднациональных площадок для сотрудничества: Контактной группы (Groupe de Contact) в 1972 г. и Постоянного комитета по вопросам развития рынка евровалют (Euro-currency Standing Committee) в 1971 г.. В круг вопросов, рассматриваемых на совещаниях Контактной группы, входили вопросы применения требований к достаточности капитала (например, практики учета скрытых резервов и субординированного долга), ограничения концентраций активов, деятельности и регулирования иностранных отделений коммерческих банков (вопросы организации филиалов, представительств), вопросы евровалютных операций¹ и их влияния на ликвидность коммерческих банков и пр. Контактная группа была создана шестью государствами Европейского экономического сообщества (Францией, Италией, Германией, Бельгией, Нидерландами, Люксембургом). Постоянный комитет по

¹ Операции в валюте, иной, чем валюта, эмитируемая страной расположения банка.

вопросам развития рынка евровалют был создан для анализа стремительно роста рынка евровалютного посредничества и рисков, генерируемых рынком, в отношении эффективности проведения монетарной политики и стабильности функционирования банковских систем. В исследовании [1] отмечается, что среднегодовые темпы роста чистого размера рынка евровалют (без учета операций между банками) в 1966-1973 гг. составляли более 30%. Причины и последствия стремительного развития рынка евровалют стали одним из наиболее обсуждаемых вопросов в сфере международных финансов среди академического и профессионально сообщества в 1970-1980-х гг. [2], [3], [4], [5], [6], [7], [8], [9], [10], [11]. В контексте риска ослабления государственного контроля в монетарной сфере активно обсуждались вопросы эффективности таргетирования денежных агрегатов в странах эмиссии валют посредством требований обязательного резервирования (не применяемых в большинстве финансовых центрах к евровалютным обязательствам). Так, в работе [2] указывается, что банки, действуя через свои дочерние организации и филиалы в иностранных юрисдикциях, использовали евровалютный рынок для снижения эффективной ставки резервных требований. Существенная часть долларовых депозитов, размещенных вкладчиками из США в иностранных отделениях американских коммерческих банков (преимущественно в Лондоне и островах Карибского бассейна), использовалась для финансирования кредитов американским заемщикам (такая форма посредничества получила название операций круговорота капитала (round-trip transactions) [12]). В результате подобного рода операций происходило «замещение» долларовых депозитов внутри США офшорными эквивалентами, не контролируемые монетарными органами. Одним из результатов консультаций в рамках Постоянного комитета по вопросам развития рынка евровалют стало достигнутое в июне 1971 г. соглашение между центральными банками Группы десяти (G-10)² о неувеличении объемов средств официальных валютных резервов на евровалютных счетах.

Одним из значимых событий 1970-х гг. стало банкротство немецкого банка Bankhaus Herstatt 26 июня 1974 г. Будучи небольшим по размеру, банк имел открытую валютную позицию, практически равную общему размеру активов (в

² Государства, подписавшие Генеральное соглашение о займах (GAB) в 1962 г., согласно которому МВФ получил возможность пополнять свои ресурсы посредством займов у государств-членов Группы (Бельгия, Нидерланды, Великобритания, Франция, Германия, Канада, США, Япония, Швеция, Италия, Швейцария (присоединилась позже).

марте 1974 г. в процессе аудита, проводимого Федеральным органом банковского надзора (ВАКred), было выявлено, что открытая валютная позиция банка Bankhaus Herstatt составила 2 млрд. немецких марок (размер активов банка был лишь незначительно выше 2 млрд. немецких марок); размер риска по операциям с иностранной валютой оценивался в три размера собственного капитала [13]. В июне 1974 г. потери от операций с иностранной валютой составили 470 миллионов немецких марок; 26 июня 1974 г. ВАКred отозвал лицензию у банка на проведение банковских операций. Отзыв лицензии стал причиной развития полномасштабного кризиса международной платежной системы. Расчеты по сделкам на рынке операций с валютами в тот период осуществлялись посредством двух одновременных сделок поставок. К моменту отзыва лицензии и назначения конкурсного управляющего валюта по совершенным сделкам была поставлена банку Bankhaus Herstatt контрагентами из США, но не была поставлена в обратном направлении, что стало причиной существенных потерь у нескольких американских банков. Указанная ситуация привела к значительной переоценке рисков участниками рынка конверсионных операций и рынка евровалют. Необходимость анализа и выработки механизмов решения проблем Herstatt-риска (термин, введенный профессиональным банковским сообществом, для обозначения риска непоставки валюты ввиду временного разделения между двумя операциями сделки [1] считают одной из важных конкретных причин организации БКБН.

Проблема Herstatt-риска была окончательно решена только в 1997 г. посредством создания платежной системы CLS (continuous linked settlement), позволившей осуществлять сделки обмена валютами на основе принципа «платеж против платежа» (payment vs payment, pvp). Существенную роль в развитии систем платежей и расчетов сыграл Комитет по платежам и рыночным инфраструктурам (CPMI). В 1980 г. в рамках G-10 была создана отдельная экспертная группа, занимающаяся вопросами платежных и расчетных систем; одним из первых проектов группы стал детальный обзор платежных систем стран G-10, опубликованный в 1985 г. (первая книга из серии докладов «Red books»). На базе экспертной группы в 1989 г. был создан Комитет по межбанковским схемам неттинга, а в 1990 г. - Комитет по платежным и расчетным системам (Committee on Payment and Settlements Systems, CPSS), переименованный в 2014 г. в Комитет по платежам и рыночным инфраструктурам (CPMI). Система наднационального регулирования рынка страхования начала создаваться в 1980-е гг. с участия органов

страхового надзора из разных стран в «летних конференциях» («Summer meetings») международного страхового сообщества, организуемых Национальной ассоциацией страховых комиссионеров (National Association of Insurance Commissioners, NAIC). В 1991 г. NAIC был подписан Меморандум с предложением о создании Международной ассоциации органов страхового надзора (IAIS); в 1994 г. был учрежден IAIS. Исследование истории создания IAIS не позволяет выделить конкретные исторические события (как в случае с БКБН), которые бы обуславливали «экстренную» необходимость создания организации. Формирование организации происходило постепенно на фоне роста значимости рынка страхования глобального характера. В Меморандуме NAIC 1991 г. отмечается экономическая и социальная значимость страховой индустрии и необходимость организации глобальных механизмов регулирования подобно тем, что существуют в банковской отрасли. В работах [14], [15] в качестве основных предпосылок организации глобального органа регулирования страховой индустрии отмечены высокие темпы роста взаимосвязей между национальными рынками страхования и необходимость анализа и гармонизации опыта различных стран с целью разработки и продвижения «лучших практик» по принципу стандартов БКБН. На фоне роста глобализации деятельности финансовых институтов и интернационализации фондовых рынков в 1983 г. была создана Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO). Как и в случае с IAIS, проведенное исследование литературы не позволяет сделать вывод о наличии каких-либо конкретных причин (кризисного характера), послуживших основой для создания IOSCO. Организация была создана на базе Ассоциации комиссий фондовых бирж 11 стран Северной и Южной Америки, поставивших цель расширения географического охвата участников в начале 1983 г. (в указанном году к организации присоединились регуляторы рынка ценных бумаг их Франции, Индонезии, Южной Кореи и Великобритании).

Принципиально новым этапом развития системы наднационального регулирования финансовых рынков стали кризисные события 2008-2009 гг., выявившие серьезные «пробелы» в существующих практиках и подходах к регулированию и необходимость их кардинального пересмотра [16], [17]. Существенную роль в определении стратегии дальнейшего развития системы глобального регулирования и инициации реформ сыграли международные организации (Международный валютный фонд, Всемирный банк), форум представителей правительств и центральных банков стран Группы 20, а также вновь

организованный Совет по финансовой стабильности (СФС). Одним из ключевых аспектов реформы стало осознание международным сообществом необходимости координации и конвергенции регулятивных подходов в разных сферах финансовой деятельности (банковской, страховой, сфере деятельности инвестиционных фондов и фондов денежного рынка, инвестиционных банков, рынков ценных бумаг и производных финансовых инструментов (в особенности в области продуктов секьюритизации), кредитных рейтингов рейтинговых агентств и пр.) ввиду их тесной взаимозависимости. Создание СФС на базе Форума по финансовой стабильности (Financial Stability Forum), действовавшего с 1999 г., во многом следовало из осознания необходимости координации усилий органов, устанавливающих отраслевые стандарты. В качестве приоритетных для СФС были выделены следующие направления деятельности: улучшение требований к достаточности капитала, ликвидности и управлению рисками с целью усиления устойчивости отдельных финансовых институтов; регулирование деятельности системно значимых финансовых институтов; трансформация теневой банковской системы в прозрачную, понятную и устойчивую систему финансового посредничества; улучшение регулирования рынка внебиржевых производных инструментов; улучшение процессов финансового оздоровления трансграничных финансовых групп; снижение зависимости от кредитных рейтингов рейтинговых агентств и некоторые прочие. Глобальный финансовый кризис 2008-2009 гг. привел к существенному переосмыслению мировым сообществом задач финансового регулирования и надзора [16], [17], [18], [19], [20], [21]. В качестве отдельного элемента регулирования финансовой системы стала выделяться так называемая макропруденциальная политика, направленная на выявление и минимизацию рисков, свойственных финансовой системе в целом (системных рисков).

1.2 Предпосылки введения наднационального регулирования национальных и глобальных финансовых рынков

Анализ источников литературы [15], [16], а также деятельности (задач) ключевых глобальных финансовых регуляторов позволяет сделать вывод о наличии двух ключевых направлений деятельности системы глобального финансового регулирования: разработки и продвижения лучших практик на основе анализа

различных систем регулирования и обмена информацией, а также решения проблем, требующих глобального скоординированного подхода к регулированию. Такое разделение является достаточно условным, многие регулятивные решения можно связать с обоими направлениями деятельности. Первое направление, скорее, связано с разработкой и продвижением глобальными органами регулирования стандартов, принципов и рекомендаций с целью укрепления национальных систем регулирования и надзора³ в различных странах; второе – с разработкой механизмов регулирования финансовых рынков в глобальном аспекте (с учетом глобального характера потоков капитала, деятельности финансовых институтов и распределения рисков). Так, например, ко второму направлению деятельности можно отнести принцип консолидированного регулирования и надзора, используемый во многих международных стандартах. Расчет требований к достаточности капитала на основе консолидированной отчетности в отношении финансовых институтов, действующих в различных странах через свои отделения (дочерние институты или филиалы), снижает стимулы использования стран с низкими (либеральными) требованиями для уменьшения регулятивной нагрузки (проведения трансграничного регулятивного арбитража). К первому направлению деятельности можно отнести, например, разработку и продвижение подхода к оценке кредитных рисков с использованием внутренних моделей рейтингования заемщиков (Internal Ratings-Based Approach, IRB-подход) в рамках соглашения Базель II («Международной конвергенции измерения капитала и стандартов капитала: уточненных рамочных подходов» («International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework»)), принятого Базельским комитетом по банковскому надзору в первой версии в 2004 г. Применение внутренних моделей позволяет органам власти осуществлять более гибкое регулирование, учитывающее индивидуальные особенности деятельности каждого института. Вместе с тем, такие модели могут значительно усложнять регулирование и контроль минимальной достаточности капитала, а также усиливать стимулы для институтов осуществлять регулятивный

³ В целом, следует проводить различие между понятиями регулирования и надзора: регулирование представляет собой более формализованный, количественный и предписывающий характер контроля деятельности субъекта экономических отношений и предполагает формулирование и применение специальных правил, стандартов, нормативов; надзор содержит в себе, скорее, качественный аспект и предполагает контроль финансовой устойчивости институтов посредством проведения общего постоянного мониторинга деятельности и степени ее соответствия необходимым законам и правилам регулирования.

арбитраж как внутри страны, так и в международном масштабе (как следствие, увеличивать издержки регулирования с точки зрения второго направления деятельности).

Одной из объективных предпосылок развития наднационального регулирования с точки зрения распространения лучших практик является различный уровень развития систем финансового регулирования и надзора в разных странах, в первую очередь ввиду различий в уровне развития самих финансовых рынков. Так, по мере развития финансовых рынков в развивающихся странах и увеличения потребности в улучшении систем финансового регулирования и надзора происходило расширение числа стран-участниц БКБН (с 11 стран в 1974 г. (на дату организации БКБН) до 28 на дату написания работы). Вместе с тем, даже если уровень развития национальных систем регулирования не сильно дифференцирован, межстрановая координация, взаимодействие и совместный анализ проблем может существенно ускорить процесс улучшения качества регулирования и надзора. В целом, анализ и применение лучших практик регулирования представляется разумным, поскольку позволяет использовать весь накопленный регуляторами в разных странах потенциал (в частности, страны с менее развитой системой регулирования приобретают возможность адаптации опыта стран с передовыми подходами и учета ошибок, допущенных последними при разработке и имплементации новых методов регулирования).

Второе направление деятельности (решение проблем, требующих глобального совместного скоординированного подхода) является объективной реакцией международного сообщества на интернационализацию деятельности финансовых институтов, глобализацию финансовых рынков и потоков капитала. Анализ истории развития международных финансов свидетельствует о достаточно высокой степени интеграции финансовых рынков до начала Первой мировой войны со значительными потоками капитала между развитыми и развивающимися странами; резком сжатии процессов интернационализации рынков в межвоенный период ввиду высокой степени регулирования счета операций с капиталом; постепенным ростом международных потоков капитала с окончанием войны, учреждением новых международных институтов (Международного валютного фонда и Международного банка реконструкции и развития) и принятием Бреттон-Вудского соглашения (важная задача которого состояла в возврате

конвертируемости валют); высокими темпами роста степени глобализации финансовых рынков с 1970-х гг. двадцатого столетия вплоть до начала кризисных явлений в 2008 г. Рост глобализации рынков и интернационализации деятельности институтов в области финансового посредничества и трансформации рисков создавал объективные предпосылки организации наднациональных форм взаимодействия в области регулирования. Так, в 1970-1990-х гг. были организованы органы наднационального регулирования в области банковской деятельности, страховой деятельности, рынка ценных бумаг, платежных и расчетных систем.

По мере повышения степени либерализации потоков капитала, развития телекоммуникационных технологий, интернационализации деятельности финансовых институтов одной из характерных особенностей развития международных финансовых рынков, требующих расширения координации между регуляторами в различных странах и конвергенции стандартов регулирования, стала проблема регулятивного арбитража. В работе [22] различия в режимах регулирования представляются важным фактором направлений движения потоков капитала: капитал перемещается из стран с более жесткими требованиями регулирования в страны с более либеральными режимами требований к достаточности капитала и структуре активов.

С развитием процессов глобализации финансовых рынков также возник вопрос финансового оздоровления трансграничных финансовых институтов (групп), действующих одновременно в нескольких юрисдикциях посредством своих отделений, организованных в форме дочерних структур или филиалов. Под финансовым оздоровлением понимаются действия государственных органов власти, направленные на обеспечение преемственности выполняемых институтом функций и защиту интересов кредиторов и владельцев банка с соблюдением очередности (иерархии) требований. Такие действия предполагают, например, содействие государства в организации слияний и поглощений, рекапитализации, конвертации долга в собственный капитал, передаче активов/обязательств; создание «мост-банков» (bridge banks), назначение временной администрации, проведение реорганизации/ликвидации. Эффективно работающий режим финансового оздоровления должен одновременно защищать интересы вкладчиков и кредиторов, снижать вероятность развития рисков финансовой дестабилизации в системе (системного риска) и не способствовать осуществлению банками недобросовестного

поведения вследствие снижения рыночной дисциплины (подробно проблема недобросовестного поведения обсуждается в подразделе 2.1 настоящей работы). При этом использование государственных средств (средств налогоплательщиков) должно допускаться лишь в особых случаях (при наличии рисков развития системного кризиса); использование средств системы страхования вкладов должно осуществляться лишь в случае отсутствия альтернативных рыночных механизмов финансового оздоровления.

В случае трансграничной деятельности института (финансовой группы) проблема осуществления быстрой и качественной процедуры финансового оздоровления значительно осложняется ввиду национального характера законов, регламентирующих такие процедуры. Зачастую национальное регулирование преследует так называемый подход территориальности (*territoriality approach*), в соответствии с которым активы, размещенные внутри страны, «замораживаются» государством до полного урегулирования внутренних обязательств. Такая практика может значительно усложнять и удлинять процесс финансового оздоровления группы, а также увеличивать риски нарушений соблюдения очередности прав требований заинтересованных лиц. В работе [23] указывается, что единственным действенным механизмом финансового оздоровления с учетом глобального характера деятельности финансовых групп является координация усилий национальных органов власти в данной области. В работе также представлены рекомендации относительно организации эффективной системы координации по вопросам трансграничного финансового оздоровления.

* * *

В заключение еще раз отметим, что предпосылки организации или изменения принципов работы наднациональной системы регулирования финансовых рынков разумно рассматривать в разрезе ее направлений деятельности. Если направлением деятельности системы регулирования является анализ и решение проблем, требующих глобального регулятивного подхода (например, проблем деятельности глобальных системно значимых институтов, проблем межстранового регулятивного арбитража, проблем финансового оздоровления трансграничных финансовых групп и пр.), в качестве предпосылок следует рассматривать факторы, способствующие появлению и развитию таких проблем (например, либерализацию капитальных счетов в развитых и развивающихся странах; интернационализацию и укрупнение

деятельности финансовых институтов; усиление взаимосвязей и взаимозависимостей между национальными финансовыми рынками). Если же направлением деятельности является анализ и распространение лучших практик, одной из предпосылок развития международной системы координации могут являться различия в уровне эффективности функционирования национальных систем регулирования в разных странах (в таком случае система обеспечивает передачу опыта от стран с более совершенными системами регулирования странам с менее развитыми подходами в данной области).

2 Принципы глобального регулирования отдельных сегментов финансового рынка

В данном разделе будут рассмотрены основные задачи наднационального регулирования национальных и глобальных финансовых рынков с точки зрения теории и практики, а также проанализированы основные наднациональные стандарты регулирования финансовых рынков в разрезе описанных задач и процессы конвергенции.

2.1 Задачи глобального регулирования отдельных сегментов финансового рынка

В данном разделе будут рассмотрены основные задачи наднационального финансового регулирования национальных и глобальных финансовых рынков как с теоретической точки зрения, так и с практической (на примере отдельных институтов, осуществляющих наднациональное регулирование различных типов финансовой деятельности (банковской деятельности, страховой деятельности, операций с ценными бумагами)).

Как указывается в работе [16], в экономической теории выделяются три ключевые задачи регулирования (как формы государственного вмешательства в экономику): защита конкуренции и ограничение монополизации в экономике; защита естественных интересов населения в условиях асимметрии информации; устранение негативных внешних эффектов функционирования финансовой системы. Рассмотрим подробно каждую из указанных выше задач.

В целом, конкуренция является положительным фактором экономического роста и роста благосостояния. Так, конкуренция увеличивает благосостояние населения за счет снижения цен товаров и услуг и роста их количества на рынке. Кроме того, конкуренция может стимулировать организации к внедрению инноваций [24]. Вместе с тем, широко обсуждаемым в профессиональном и академическом сообществе является вопрос о пользе конкуренции в банковском секторе с точки зрения финансовой стабильности. Анализ литературы позволяет выделить две противоположные гипотезы: «конкуренция-уязвимость» (competition-fragility hypothesis) и «конкуренция-стабильность» (competition-stability hypothesis) [25], [26]. Согласно первой гипотезе рост конкуренции в банковском секторе может

негативно сказываться на устойчивости отдельных институтов и, как результат, стабильности всей системы. Согласно гипотезе «конкуренция-стабильность» рост конкуренции в банковском секторе позитивно воздействует на его стабильность. В целом, это объясняется двумя ключевыми причинами. В работе [27] авторы указывают, что снижение конкуренции на рынке кредитования приводит к росту рыночной власти кредитных институтов и их способности увеличивать кредитные процентные ставки. В такой ситуации возникают два негативных эффекта: более высокие ставки процента сами по себе увеличивают риск дефолта частного сектора; более высокие процентные ставки усиливают проблемы неблагоприятного отбора и недобросовестного поведения.

Вторая причина положительного воздействия конкуренции на стабильность банковской системы связана с концепцией системного риска⁴ [26], [28]. Консолидация банковской системы приводит к росту числа системно-значимых институтов и риску распространения эффекта системного «заражения» по каналу прямых балансовых взаимозависимостей или каналу подверженности институтов общим шокам ввиду похожей структуры балансов. Дополнительным риском является рост проблем неблагоприятного отбора и недобросовестного поведения вследствие склонности субъектов экономических отношений рассчитывать на государственную поддержку институтов «too-big-to-fail» в случае их банкротства.

Перейдем к рассмотрению второй из вышеуказанных ключевых задач финансового регулирования (задаче защиты интересов населения в условиях информационной асимметрии). При несовершенстве информации возникают проблемы неблагоприятного отбора и недобросовестного поведения финансовых институтов. Неблагоприятный отбор связан с проблемой дорогостоящей верификации частными инвесторами состояния финансового института и проблемой «безбилетников». Проблема недобросовестного поведения проявляется в виде принятия финансовыми институтами чрезмерных рисков в условиях слабой рыночной дисциплины. Подробно проблемы асимметрии информации на финансовых рынках обсуждаются, например, в работе [29]. Для снижения указанных

⁴ Системный риск представляет собой риск срыва представления финансовой системой ключевых услуг (трансформации сбережений в инвестиции, осуществления платежей и расчетов, трансформации риска) с негативными последствиями для реального сектора экономики.

рисков государство может применять ряд мер в области финансового регулирования и надзора:

- лицензирование деятельности и проверки;
- требования к системе управления рисками;
- требования раскрытия информации;
- требования к капиталу и ликвидности;
- требования к структуре активов.

Рассмотрим вкратце каждую из указанных выше мер. Лицензирование деятельности в целом должно обеспечивать соответствие характера операций (в том числе их степени риска) профессиональным компетенциям управляющих финансового института. Так, например, лицензию на осуществление операций с иностранной валютой должны иметь только те институты, управляющие и штатные сотрудники которых могут с достаточной степенью эффективности совершать сделки с иностранной валютой, управлять открытой валютной позицией, хеджировать валютные риски на рынке производных финансовых инструментов и т.п. Лицензирование представляет собой достаточно эффективный механизм точечного регулятивного воздействия: в зависимости от некоторых конкретных показателей деятельности института регулятор может отказать в выдаче, приостановить или прекратить действие лицензии на определенный вид операций. Решения относительно лицензий, а также иных форм регулятивного воздействия (например, срочных мер воздействия (*prompt corrective action*)) принимаются на основе выводов о финансовой устойчивости института, полученных в ходе реализации надзорного процесса. Финансовая устойчивость представляет собой некоторую комплексную характеристику состояния института, определяемую параметрами достаточности капитала и уровня ликвидности, адекватности структуры активов/обязательств, эффективности внутренних систем управления рисками и систем внутреннего контроля и пр. В целом, соответствие указанным параметрам должно говорить о способности института рассчитаться по своим обязательствам при их наступлении с учетом всех присущих деятельности рисков. Для оценки степени финансовой устойчивости институтов могут использоваться специальные системы количественных и качественных индикаторов, например,

рейтинговая система CAMELS⁵ для банков или система CARAMELS⁶ для страховщиков. Оценочные решения выносятся на основе информации, предоставляемой финансовым институтом надзорному органу, а также на основе результатов выездных проверок.

Естественным ограничением проверок деятельности финансовых институтов является их статичный характер: оценка финансового состояния института проводится на конкретную дату через определенные промежутки времени. Вместе с тем, институт может считаться финансово устойчивым с точки зрения защиты интересов кредиторов и вкладчиков только при постоянной (непрерывной) способности выполнения всех обязательств с учетом изменяющихся условий внешней среды и соответствующих рисков. В этой связи важной надзорной составляющей является оценка внутренних систем управления рисками. Внутренние системы управления рисками анализируют размер капитала, достаточный для обеспечения непрерывности деятельности института в течение определенного периода времени с учетом принимаемых рисков и их взаимосвязей (кредитного риска, рыночного риска, операционного риска, делового риска (в том числе стратегического)) на уровне всей организации (совокупного экономического капитала⁷). При этом устанавливается некоторый предельный уровень риска на организацию в целом (аппетит к риску), а также рискованные лимиты на отдельные направления деятельности; проводится распределение экономического капитала между различными подразделениями организации [30]. В качестве примеров регулятивных требований в отношении внутренних систем управления рисками можно привести внутреннюю процедуру оценки достаточности капитала (Internal Capital Adequacy Assessment Process, ICAAP), являющуюся частью второго

⁵ CAMELS – рейтинговая система (методика) оценки финансовой устойчивости банков по следующим параметрам: «С» - достаточность капитала (capital adequacy), «А» – качество активов (asset quality), «М» - качество управления (management quality), «Е» - показатели прибыли (earnings), «L» - показатели ликвидности (liquidity), «S» - чувствительность к рыночному риску (sensitivity to market risk). Подобная система впервые внедрена в США в 1979 г. (Единая система рейтинговая финансовых институтов (Uniform Financial Institution Rating system)).

⁶ CARAMELS – рейтинговая система оценки финансовой устойчивости страховщиков, разработанная Международным валютным фондом, включающая следующий набор параметров: «С» – достаточность капитала (capital adequacy), «А» – качество активов (asset quality), «R» - перестрахование (reinsurance), «А» - актуарная оценка (actuarial issues), «М» - надежность управления (management soundness), «Е» - прибыль и рентабельность (earnings and profitability), «L» - ликвидность (liquidity), «S» - чувствительность к рыночному риску (sensitivity to market risk) [95].

⁷ Экономический капитал можно определить как количество капитала, необходимое для покрытия непредвиденных потерь финансового института в течение некоторого временного горизонта (обычно одного г.) с некоторым уровнем вероятности (например, 99,97%) [96].

компонента пакета требований к банкам «Базель II», и собственную оценку риска и платежеспособности (Own Risk and Solvency Assessment, ORSA), применяемую согласно общеевропейским требованиям к страховщикам (Директиве 2009/138/ЕС (Solvency II)).

Упомянутые выше проблема дорогостоящей верификации и проблема «безбилетников» естественным образом дестимулируют частных вкладчиков и инвесторов получать дополнительную информацию о деятельности финансовых институтов и принимаемых ими рисках. В результате происходит усиление риска неблагоприятного отбора и недобросовестного поведения. Одной из мер, направленных на решение указанных проблем, являются требования к раскрытию информации, обязывающие финансовые институты предоставлять открытый доступ к определенным сведениям. Раскрытие информации способствует усилению рыночной дисциплины, что побуждает финансовые институты принимать меньший размер риска [31], [32].

Последними, но не менее важными, из указанных выше мер финансового регулирования являются требования к достаточности капитала, ликвидности и структуре активов. Задача таких требований – ограничение риска недобросовестного поведения финансовых институтов. Требования в отношении активов предписывают ряд качественных и количественных ограничений на инвестиционную политику организации по инструментам инвестирования, эмитентам и группам эмитентов, выпускам, другим критериям. В целом, такие требования можно разделить на два типа: точный список разрешенных активов с указанием максимальной (минимальной) доли каждого типа, а также некоторые общие правила, устанавливающие принципы инвестиционного поведения. Первый тип требований часто используется регуляторами для контроля инвестиционной деятельности страховщиков (например, в Германии). Второй тип требований применяется, например, в отношении фондов профессионального пенсионного обеспечения согласно общеевропейской Директиве 2003/41/ЕС (IORP Directive). Так, в указанной Директиве подчеркивается необходимость следования институтами правила «благоразумного человека»⁸. Требования к достаточности капитала представляют

⁸ Правило «благоразумного человека» (prudent person rule) – подход, при котором требования к инвестированию активов представлены в виде набора определенных принципов поведения, которым должен соответствовать доверительный управляющий. Согласно работе [97] соответствие правилу

собой набор правил в отношении структуры (определения) регулятивного капитала (инструментов, признаваемых в качестве капитала) и минимально необходимого уровня капитала с учетом распределения активов/обязательств финансового института. Так, например, согласно стандартам Базельского комитета по банковскому надзору (далее – БКБН) фактический размер капитала коммерческого банка должен соответствовать регулятивному размеру капитала, рассчитываемому в виде доли активов, взвешенных с учетом риска. Согласно общеевропейским Директивам 2002/12/ЕС и 2002/13/ЕС (Solvency I), применяемым соответственно к страховщикам жизни и страховщикам иных, чем страхование жизни, видов деятельности, фактический размер маржи платежеспособности (аналог капитала для страховщиков) должен соответствовать нормативному размеру маржи платежеспособности, рассчитываемому в виде доли резервов страховщиков (например, математического резерва в страховании жизни, представляющего собой актуарную стоимость будущих денежных потоков по заключенным страховым договорам).

В целом, требования к достаточности капитала выполняют две ключевые функции: стимулирующую функцию (incentive function) и функцию разделения риска (risk-sharing function) [33]. Стимулирующая функция состоит в том, что собственный капитал финансового института является по своей сути вкладом (интересом) его акционеров, оказывающих существенное влияние на принятие решений. Большой объем капитала создает более высокие риски потерь для акционеров и стимулирует их к принятию менее рискованных решений. В англоязычной литературе такая функция собственного капитала также получила название принципа «участия в капитале» («skin in the game») [33]. Функция разделения риска рассматривает собственный капитал в качестве денежного буфера, который может быть использован в случае реализации непредвиденных шоков. В этом случае капитальные требования напрямую связаны с устойчивостью финансового института.

Одним из наиболее существенных рисков, возникающих вследствие информационной асимметрии, является риск набега на банк (банковской паники).

«благоразумного человека» означает соответствие следующему принципу: «Выполнение управляющим своих обязанностей с осторожностью, профессионализмом, благоразумием и прилежанием, с каким бы действовал благоразумный человек с аналогичными полномочиями и целями в аналогичной ситуации».

Такой риск возникает, главным образом, вследствие двух естественных причин: характера операций банковского посредничества (финансирования долгосрочных (менее ликвидных) активов за счет принятия краткосрочных (более ликвидных) обязательств) и «преимущества первого хода», возникающего у вкладчиков (преимущества изъятия средств с депозитных счетов раньше других вкладчиков). При этом риск банковской паники может быть не связан с фактическим текущим состоянием финансовой устойчивости института. В этом случае существенное значение имеет эффект информационного заражения, когда опасения участников рынка относительно устойчивости отдельных институтов или ситуация неопределенности в банковской системе (экономике) в целом порождают рост масштаба изъятия депозитов из других банков, в том числе финансово устойчивых. Одной из наиболее известных моделей, описывающих банковские паники, является модель, представленная в работе [34]. Одним из традиционных решений проблемы банковских паник является система финансовой поддержки институтов, организованная государством. Ключевыми элементами такой системы являются механизм страхования вкладов и функция кредитора последней инстанции. Вместе с тем, как указывается в ряде теоретических и эмпирических работ, страхование вкладов само по себе усиливает риск недобросовестного поведения банков [35], [36], [37], [38]. Страхование вкладов снижает рыночную дисциплину и побуждает банки проводить более рискованную политику. В целом проблема недобросовестного поведения возникает и при других формах явной или неявной государственной финансовой поддержки институтов.

Глобальный характер деятельности финансовых институтов может существенно усиливать проблемы асимметрии информации, поскольку показатели деятельности организации в отдельной стране могут быть сильно связаны с общими (глобальными) показателями деятельности. Так, например, даже если участники рынка обладают полной информацией о деятельности банка и присущих ей рисках в отдельной стране, деятельность банка в иностранных юрисдикциях (в особенности в юрисдикциях с льготным режимом регулирования и высокой степенью конфиденциальности информации) может значительно усиливать принимаемый банком общий уровень риска (происходит усиление проблемы недобросовестного поведения ввиду нехватки рыночной дисциплины). Кроме того, деятельность международных финансовых групп в различных юрисдикциях усложняет их регулирование национальными органами власти: возникает проблема разделения

ответственности между регулятором страны расположения головной организации и регулятором страны расположения отделений. В этой связи возникает необходимость приспособления рассмотренных выше механизмов защиты кредиторов и вкладчиков (лицензирования, требований раскрытия информации, требований к капиталу, ликвидности и структуре активов, и пр.) к глобальному характеру деятельности институтов. Существенным аспектом при этом становится форма организации деятельности института в иностранной юрисдикции (филиал или дочерняя структура). Как указывается в работе [39], выбор финансовым институтом формы организации деятельности в иностранных юрисдикциях определяется рядом факторов:

- различиями в режиме регулирования деятельности филиалов и дочерних структур;
- налоговыми правилами, применяемыми в стране расположения головного офиса и стране расположения отделения;
- состоянием развития финансовых рынков в стране расположения отделения;
- моделью организации деятельности и типом деятельности в стране расположения отделения (например, оптовый или розничный характер операций);
- макроэкономическими и политическими рисками в стране расположения отделения.

Отдельными важными элементами системы финансового регулирования является механизм финансового оздоровления проблемных институтов (комплекс мер, направленных на защиту кредиторов, вкладчиков, собственников с учетом иерархии прав требований и обеспечения преемственности выполняемых институтом функций) и механизм страхования депозитов (других обязательств финансовых институтов, например, обязательств негосударственных пенсионных фондов перед участниками пенсионных программ). Глобальный характер деятельности финансовых групп значительно усложняет регулирование указанных механизмов и требует координации ответственных органов в странах деятельности финансовой группы для обеспечения качества их работы [23], [40]. В работе [40] авторы выделяют следующие проблемы организации системы страхования депозитов национальными органами власти при трансграничном характере деятельности институтов:

- проблему конкуренции;
- проблему защиты интересов внутренних вкладчиков и кредиторов филиалов иностранных финансовых организаций, действующих внутри страны;
- проблему системного риска;
- проблему двойного покрытия.

Наконец, третья задача финансового регулирования со стороны государства, как указано выше, состоит в необходимости устранения негативных внешних эффектов функционирования финансовой системы. Авторы работы [16] указывают, что такая задача является наиболее важной с учетом кризисных событий 2007-2009 гг. Следует отметить, что проблемы финансовых трудностей и банкротств банков и других финансовых организаций содержат в себе системные внешние эффекты, которых обычно нет в производственных отраслях и сфере услуг. Так, в то время как банкротство промышленного предприятия зачастую усиливает конкурентные позиции других участников отрасли, банкротство (крупного) финансового института обычно негативно сказывается на устойчивости других финансовых институтов, стабильности всей финансовой системы с соответствующими негативными последствиями для реального сектора экономики. В работе [16] выделяются следующие причины такого рода внешних эффектов: информационное заражение; потеря доступа к кредитным ресурсам заемщиков обанкротившегося банка; существенные балансовые взаимозависимости между финансовыми институтами; эффект «спирали» ликвидности; эффект «финансового акселератора». Рассмотрим каждую из указанных выше причин.

Эффект информационного заражения, как было описано выше, возникает в ситуации, когда опасения участников рынка относительно устойчивости отдельных финансовых институтов провоцируют изъятие средств (отказ в рефинансировании обязательств) из других институтов, в том числе финансово устойчивых. В такой ситуации существует опасность дестабилизации всей финансовой системы. В работе [41] показано, что банкротство одного из банков увеличивает стоимость заимствования для других «выживших» банков (прямая «балансовая» взаимосвязь при этом не является необходимым условием) и соответственно снижает их прибыль. Такой эффект вызван переоценкой рисков держателей обязательств банков ввиду пересмотра оценок общего состояния экономики в ответ на банкротство

одного из банков. В случае если рентабельность инвестиций «выживших» банков не достаточна для покрытия возросших расходов заимствования, такие банки также вынуждены прекращать свою деятельность. Авторы также указывают на «коллективность» инвестиционного поведения банков, а также процикличность коллективного поведения. На пике делового цикла банки имеют склонность кредитовать одинаковые виды деятельности, в стадии экономического спада изменение структуры активов разных банков характеризуется обратной тенденцией. В работе [42] указывается, что проблема информационного заражения была одной из причин организации системы клиринговых домов и Федеральной резервной системы (далее - ФРС) в США. В работе [43] представлена модель банковских паник, основанная на информационном заражении между решениями вкладчиков банков. В ряде эмпирических работ тестируется гипотеза о влиянии негативных новостей (банкротства одного из банков, заявлений о наращивании резервов на возможные потери по ссудам, заявлений о размещении акций и пр.) на показатели других банков, в т.ч. банкротства [44], рискованные премии по долговым инструментам ([45], [46]), отток депозитов [47], цены акций ([48], [49]).

Потеря доступа к кредитным ресурсам заемщиков обанкротившегося банка возникает вследствие практической невозможности заключения нового кредитного договора с другим финансовым институтом на таких же условиях. Причиной этого является ценность (положительная стоимость) долгосрочных отношений между банком и заемщиком, возникающая главным образом за счет снижения издержек асимметрии информации. Подробно данный вопрос исследуется в литературе, посвященной концепции банковской деятельности, построенной на взаимоотношениях с клиентом (relationship banking) [50], [51]. Ряд эмпирических работ подтверждает негативное воздействие прекращения кредитных отношений с банком на показатели деятельности нефинансовых организаций [52], [53], [54].

Третий из упомянутых выше внешних эффектов возникает вследствие наличия прямых взаимосвязей между балансами финансовых институтов. Следствием дефолта одного из институтов по своим обязательствам являются потери на балансах других финансовых институтов, которые могут привести к серии дальнейших дефолтов. Такой прямой тип «заражения» внутри финансовой системы принято называть эффектом «домино» [16]. В работе [55] представлена модель прямых сетевых взаимосвязей, анализирующая распространение первичного шока

дефолта института в сети. В ряде эмпирических работ анализируется эффект «домино» с использованием моделей симуляций (в работе [56] представлен анализ эффекта прямого «заражения» в бельгийской банковской системе, в работе [57] проводится подобного рода анализ для немецкого межбанковского рынка). Результаты указанных исследований свидетельствуют о незначительном характере системного «заражения» вследствие действия эффекта «домино», не достаточном для провоцирования крупных кризисов. В то же время в указанных исследованиях модель эффекта «домино» не учитывает поведение самих финансовых институтов, действия которых могут значительно усиливать первичный шок. Кроме того, рассматриваются лишь прямые балансовые взаимосвязи и не учитывается эффект изменения цен активов. В работе [58] авторы дополняют модель «заражения» системы через прямой балансовый канал (эффект «домино») каналом обесценения цен активов на балансах институтов. Действие указанных каналов взаимно усиливает друг друга и увеличивает «заражение» внутри системы.

Усиление первичного негативного шока ввиду наличия прямых взаимосвязей между институтами может также происходить из-за проблемы с ликвидностью со стороны фондирования (*funding liquidity*). Рассмотрим следующий пример. Допустим некий банк Б предоставил межбанковский кредит банку А. Допустим также, что банк Б понес потери вследствие реализации кредитного риска по другим выданным кредитам; кредитный риск относительно банка А при этом остался неизменным. Указанные потери снизили собственный капитал банка Б и увеличили его финансовый рычаг выше уровня, рассматриваемого руководством банка в качестве приемлемого с точки зрения финансовой устойчивости института. Важно отметить, что снижение стоимости активов института, использующего финансовый рычаг, уменьшает собственный капитал института в процентном выражении значительно сильнее, нежели совокупную стоимость его активов. Так, если показатель финансового рычага института равен 10, 5%-е снижение стоимости активов увеличивает показатель финансового рычага до 19. Одним из способов достижения таргетируемого уровня финансового рычага является продажа части активов с последующим использованием полученных средств для погашения обязательств банка. В этом случае банк Б может снизить объем кредитования банка А, что при отсутствии у банка А иных альтернативных способов фондирования вызовет необходимость продажи им части активов или сокращения кредитования. В указанном случае степень негативных последствий будет во многом зависеть от

способности банка А быстро и без существенной потери стоимости осуществить продажу части активов (т.е. от их рыночной ликвидности).

В настоящее время значительная часть обязательств финансовых институтов имеет вид рыночного оптового фондирования и фондирования под залог рыночных активов, например, фондирования на рынке операций репо [59]. В отличие от случая традиционных банков, привлекающих средства преимущественно за счет депозитов до востребования, подверженных прямым набегам со стороны контрагентов [34], указанные рынки чувствительны к так называемым залоговым набегам (collateral runs) в виде увеличения залоговых и дисконтных требований [60], в т.ч. требований маржирования в отношении коротких позиций (margin calls). Такие залоговые набеги происходили на рынке коммерческих бумаг, обеспеченных активами (asset-backed commercial paper, АВСР) (далее – АВСР) в 2007 г. [61] и рынке репо в 2008 г. [62], [63]. Важным аспектом функционирования современной финансовой системы является учет активов и обязательств финансовыми институтами по рыночной стоимости (mark-to-market accounting), а также анализ и управление рисками на основе текущей и прошлой рыночной информации. В кризисной ситуации снижение рыночной стоимости активов и рост волатильности на рынке вынуждает финансовые институты сокращать финансовый рычаг, продавая часть активов, что еще сильнее снижает их стоимость и увеличивает волатильность; возникают так называемые спирали ликвидности.

В литературе принято выделять два типа спиралей ликвидности: спираль потерь (loss spiral) и спираль финансового рычага (leverage spiral) [16], [59]. Рассмотрим подробнее механизм действия каждой спирали. В рассмотренной выше модели «заражения» системы в результате действия эффекта «домино» в качестве основополагающего элемента предполагалось наличие взаимных прямых (балансовых) связей между институтами финансовой системы. При этом выше было отмечено, что эмпирические работы свидетельствуют в пользу недостаточности силы действия эффекта «домино» для развития крупного кризиса в системе. Гораздо большее системное значение может иметь эффект изменения рыночных цен активов, присутствующих на балансах большого числа институтов. В ситуации, когда рост спроса на актив повышает его цену, возникают возможности развития эффекта

положительной обратной связи⁹ (positive feedback effect) между спросом на актив и стоимостью капитала института. В указанной ситуации рост стоимости актива увеличивает стоимость собственного капитала института и, как следствие, снижает его финансовый рычаг. Для сохранения финансового рычага на прежнем уровне (или его роста) финансовый институт увеличивает спрос на актив, что вызывает дальнейший рост цен, увеличение собственного капитала и т.д. В период спада механизм работает в обратном направлении. Стоимость собственного капитала финансового института, использующего финансовый рычаг, снижается более высокими темпами, чем стоимость его активов (финансовый рычаг растет). Для восстановления таргетируемого уровня финансового рычага (некоторого обоснованного уровня с точки зрения финансовой устойчивости) финансовый институт вынужден прибегать к продаже активов для финансирования за счет полученных средств погашения части обязательств. В такой ситуации при синхронизации действий большого числа институтов (указанный эффект может иметь место и в случае действия одного крупного института или низкого уровня рыночной ликвидности актива) существует риск существенного падения цены актива (других коррелированных активов) с соответствующими негативными последствиями для капитала институтов, и т.д.

Спираль финансового рычага усиливает эффект действия спирали потерь вследствие того, что показатель финансового рычага сам по себе имеет проциклический характер. Снижение финансового рычага в кризисные периоды побуждает финансовые институты осуществлять еще больший объем продаж активов (к описанной выше проблеме возвращения показателя финансового рычага к таргету добавляется проблема снижения самого таргета). Продажи активов в свою очередь ведут к дальнейшему падению цен и снижению таргета по финансовому рычагу, возникает спираль финансового рычага. Способность организации поддерживать определенный уровень финансового рычага во многом определяется размерами маржинальных требований и дисконтов на рынке залогового финансирования. Так, например, если ставка дисконта по операции репо составляет 2%, финансовый институт имеет возможность привлечь денежные средства в

⁹ Положительная обратная связь (positive feedback) – связь между входным и выходным сигналом некоторой системы, при которой изменение некоторого первоначального значения выходного сигнала вызывает изменение входного сигнала, способствующее дальнейшему отклонению выходного сигнала от первоначального значения (возникает «порочный круг»).

размере 0,98 долларов на каждый доллар активов (ценных бумаг), служащих обеспечением. В этом случае для того, иметь в активах ценные бумаги стоимостью 100 долларов, финансовый институт должен располагать собственным капиталом в размере 2 долларов (в предположении о том, что рынок репо является единственным источником фондирования). Для такого института максимальный размер финансового рычага составляет 50. В случае роста дисконтных требований по операциям репо до 4% максимальный показатель финансового рычага уменьшится в два раза до 25. Заметим также, что маржинальный эффект изменения дисконтных требований тем выше, чем выше текущий показатель финансового рычага института. Вместе с тем, изменения в дисконтных требованиях могут иметь достаточно существенный характер. В таблице представлены дисконтные требования по операциям репо для различных типов финансовых инструментов по состоянию на апрель 2007 г. и август 2008 г. Из таблицы 2 видно, что в указанный период дисконтные требования выросли от 2,75 п.п. для наименее рискованных инструментов (казначейских бумаг США) до более чем 40-50 п.п. для ABS¹⁰.

Таблица 2 – Дисконтные требования по операциям репо (по типу инструмента) на денежном рынке в США, %

	Апрель 2007	Август 2008
Казначейские бумаги США	0,25	3
Облигации с инвестиционным рейтингом	0-3	8-12
Облигации с высокой доходностью	10-15	25-40
Долевые инструменты	15	20
Корпоративные CDS ¹¹ с инвестиционным рейтингом	1	5
ABS CDO ¹² с рейтингом AAA	2-4	95*
ABS	3-5	50-60

* теоретический размер дисконтного требования (в указанный момент времени CDO уже не принимались в качестве обеспечения в сделках репо).

Источник: IMF, "Financial Stress and Deleveraging Macrofinancial Implications and Policy," International Monetary Fund, Global Financial Stability Report October 2008.

Маржинальные требования и дисконты имеют тенденцию к значительному увеличению в периоды существенных падений цен активов [16]. Такое поведение

¹⁰ ABS (asset-backed security) – ценная бумага, обеспеченная активами.

¹¹ CDS (credit default swap) – кредитный дефолтный своп.

¹² ABS CDO (asset-backed security collateralized debt obligation) – долговое обязательство, обеспеченное залогом в виде ценных бумаг, обеспеченных активами.

объясняется, по крайней мере, тремя факторами: назад смотрящими показателями риска (использование для расчета дисконтов и маржинальных требований таких рискованных показателей как стоимость под риском (Value-at-Risk, VaR) (далее – VaR), рассчитываемых по историческим данным, что приводит к их значительной переоценке в сторону увеличения при резких падениях цен активов) [60]; меняющейся во времени волатильности (волатильность цен может существенно возрасти в периоды их резкого падения) [60]; проблемой неблагоприятного отбора (рост потерь финансовых институтов вследствие снижения цен активов увеличивает риск неблагоприятного отбора (например, контрагенты по сделке залогового кредитования опасаются, что финансовые институты будут использовать в качестве залога более рискованные инструменты, так как наиболее качественные и ликвидные активы будут проданы на рынке) [64].

Последний из указанных выше внешних эффектов (эффект финансового акселератора) возникает вследствие существования взаимосвязей между динамикой совокупного спроса и эффективностью функционирования финансовой системы при наличии проблем информационной асимметрии. Такие взаимосвязи принимают характер положительных обратных связей (аналогично эффекту спирали ликвидности), значительно усиливая силу первичного шока. Кредитное сжатие, вызванное реакцией финансового сектора на увеличение издержек информационной асимметрии в виде отказа от кредитования, повышения процентных ставок, усиления залоговых требований, снижает инвестиционную активность в экономике, совокупный спрос, цены активов (залоговые стоимости) и ухудшает финансовое положение (вероятности дефолта) заемщиков. Снижение залоговых стоимостей и рост вероятностей дефолта приводят к дальнейшему сокращению кредитной активности финансовых институтов.

В целом, можно выделить три основных канала действия эффекта финансового акселератора [65]: традиционный канал стоимости кредитов; канал доступности кредитов; канал заимствований. Большая часть работ описывает традиционный механизм действия финансового акселератора (канал стоимости кредитов), представленный впервые в работе [66] [67], [68], [69]. В указанных работах подчеркивается наличие взаимосвязи между «премией внешнего финансирования» (разницей между стоимостью внешних источников финансирования и альтернативной стоимостью внутреннего финансирования) и

стоимостью чистых активов заемщиков (суммой ликвидных активов и залоговых стоимостей неликвидных активов за вычетом невыплаченных обязательств). При наличии несовершенств на рынке кредитования при неизменном требуемом объеме финансирования «премия внешнего финансирования» отрицательно зависит от стоимости чистых активов заемщика. Отрицательная зависимость является следствием того, что в ситуации, когда заемщик вносит меньшую долю собственных средств в общий объем финансирования проекта, расхождение интересов заемщика и кредитора увеличивается, способствуя увеличению агентских издержек (в случае, когда есть возможность снизить подобные издержки асимметрии информации – дополнительных издержек верификации), требующего компенсации в виде более высокой премии. С учетом процикличности поведения стоимости собственного капитала (ввиду процикличности прибылей (свободных денежных потоков) и цен активов) «премия внешнего финансирования» имеет контрциклический характер, и, как следствие, усиливает колебания заимствований, инвестиций и производства.

Канал доступности кредитов описывается в работе [70]. Авторы делают допущение о том, что проблемы информационной асимметрии представляются неразрешимыми ввиду невозможности принуждения заемщиков к погашению обязательств. В такой ситуации кредиторы готовы предоставлять финансирование, только лишь если кредиты полностью обеспечены стоимостью долгосрочных активов в виде залога. Как следствие, кредитное рacionamento будет осуществляться не только посредством цены (процентной ставки), но также посредством количества (в зависимости от стоимости залогового имущества). С учетом процикличности цен активов уровень кредитного рacionamento будет иметь контрциклический характер, и, как следствие, усиливать амплитуду колебаний деловых циклов. Такой подход к моделированию эффекта финансового акселератора используется, например, в работах [71], [72], [73].

Третий подход к анализу эффектов обратных связей между финансовой системой и реальным сектором экономики при наличии рыночных несовершенств (информационной асимметрии между заемщиками и кредиторами) рассматривается в работе [74]. Авторы следуют теории иерархической структуры капитала [75], согласно которой проблемы информационной асимметрии формируют иерархию выбора источников финансирования деятельности фирмы. Наиболее предпочтительным является финансирование из внутренних источников (свободных

денежных потоков, генерируемых фирмой), наименее – за счет размещения акционерного капитала. Такой эффект возникает вследствие неравного объема информации, доступной управляющим организации и участникам рынка. В ситуации, когда управляющие организации располагают более полной информацией об истинной стоимости активов, инвестиционных проектов и рисках, решение организации о выпуске акций рассматривается участниками рынка как «негативный сигнал» с соответствующим снижением рыночной цены акции вне зависимости от того, переоценивает или недооценивает рынок ее истинную стоимость. Авторы также используют допущение об отсутствии несовершенств на рынке долгового финансирования (кредитном рынке), а также о том, что фирмы минимизируют вероятность банкротства ввиду его негативного влияния на репутацию управляющих (предположение о несклонности фирмы к риску); вероятность банкротства в свою очередь предполагается зависящей (положительно) от уровня долговой нагрузки организации. С учетом вышесказанного в случае негативного шока в экономике с соответствующим снижением денежных потоков организации (внутренних источников финансирования) происходит снижение инвестиционной активности из-за нежелания организаций задействовать внешние источники финансирования. Указанный подход к моделированию эффекта финансового акселератора используется, например, в работах [76], [77].

Рассмотренные выше внешние эффекты могут быть присущи функционированию как национальной, так и глобальной финансовых систем. Так, информационное и балансовое заражение, а также «заражение» через канал цен активов ввиду интернационализации деятельности банков, глобализации рынков кредитования и рынков финансовых инструментов может приобретать глобальный характер и охватывать значительную часть финансовых систем (как это происходило во время кризиса 2008-2009 гг.). Особую роль играют при этом крупные международные финансовые институты (группы), характеризующиеся значительным числом прямых (балансовых) и непрямых взаимосвязей как со страновой точки зрения (действующие в значительном числе стран), так и с точки зрения различных видов финансовой деятельности. Так, Совет по финансовой стабильности в сотрудничестве с Базельским комитетом по банковскому надзору (БКБН) и Международной ассоциацией органов страхового надзора (IAIS) производит оценку глобальных системно значимых банков (*global systemically important banks, G-SIB*) и глобально системно значимых страховщиков (*global*

systematically important insurer, G-SII) для применения к ним повышенных требований к абсорбции убытков (список глобальных системно значимых банков и страховщиков по состоянию на 2015 г. см. в Приложениях А, Б). Одним из примеров трансграничного «заражения» является ситуация с европейскими банками в 2007-2008 гг.. В работах [78], [79], [80] отмечается, что в предкризисный период европейские банки активно занимали доллары на денежном рынке в США (в том числе, через фонды денежного рынка) и инвестировали их в ценные бумаги, обеспеченные ипотекой (mortgage-backed security, MBS). Вследствие падения цен на недвижимость на рынке в США и роста дефолтов по ипотечным инструментам, рыночные цены MBS значительно снизились, что привело к потерям на балансах европейских банков [81]. Кроме того, набег на фонды денежного рынка в США в сентябре 2008 г. после банкротства инвестиционного банка Lehman Brothers привел к остановке фондирования европейских банков на денежном рынке в США и соответствующим проблемам с ликвидностью со стороны фондирования (funding liquidity) в долларах США [79].

Перейдем к практическому рассмотрению задач регулирования национальных и глобальных финансовых рынков на основе анализа функционирования отдельных институтов, осуществляющих наднациональное регулирование различных типов финансовой деятельности (банковской деятельности (Базельского комитета по банковскому надзору (БКБН)), страховой деятельности (Международной ассоциации органов страхового надзора (IAIS)), операций с ценными бумагами (Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO)). В таблице 3 представлены задачи, рассматриваемые каждым из указанных выше институтов в качестве ключевых при осуществлении своей деятельности.

Таблица 3 – Задачи органов, устанавливающих глобальные стандарты финансового регулирования

Орган, устанавливающий глобальные стандарты регулирования	Задачи
Базельский комитет по банковскому надзору (БКБН)	Усиление регулирования, надзора и деятельности банковского сектора по всему миру для обеспечения финансовой стабильности и защиты интересов вкладчиков и кредиторов.
Международная ассоциация органов страхового надзора (IAIS)	Усиление глобального регулирования, надзора и эффективности функционирования рынков страхования для обеспечения финансовой стабильности и защиты интересов держателей страховых полисов.
Международная	Разработка, внедрение и продвижение признанных на

организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO)	международном уровне стандартов регулирования и надзора на рынке ценных бумаг с целью защиты инвесторов, поддержания эффективных и транспарантных рынков, воздействия на системные риски (обеспечение финансовой стабильности).
--	---

Источник: составлено авторами

Как можно заметить, каждый из рассматриваемых институтов акцентирует внимание на двух ключевых аспектах: микроаспекте финансового регулирования (защите интересов индивидуальных лиц (вкладчиков, кредиторов, держателей полисов, инвесторов)) и макроаспекте (обеспечении финансовой стабильности). Такое разделение соответствует двум основополагающим концепциям пруденциального регулирования финансовых рынков: микропруденциальному и макропруденциальному подходам к регулированию. Фокус микропруденциального регулирования ориентирован на оценку и снижение рисков деятельность отдельных финансовых институтов (идиосинкратических рисков) с использованием требований к достаточности капитала, правил инвестирования активов, требований в отношении ликвидности, требований к внутренним системам управления рисками, требований к раскрытию информации и прочих инструментов. Внимание макропруденциального регулирования направлено на оценку и снижение рисков, характерных для финансовой системы в целом (системного риска) с использованием повышенных требований к абсорбции убытков для системно значимых институтов, контрциклических требований к достаточности капитала, показателей LTV, DTI, LTI¹³, и прочих инструментов. В работах [82], [83], [84], [85] указывается, что финансовый кризис 2008-2009 гг. привел к кардинальному переосмыслению органами регулирования (как национальными, так и глобальными) первостепенных задач регулирования и подходов к осуществлению политики. Стало ясно, что обеспечение финансовой устойчивости отдельных институтов посредством микропруденциальных мер воздействия не является достаточным (хотя, безусловно, является необходимым) для поддержания стабильности финансовой системы в целом ввиду наличия взаимосвязей между институтами и проциклического характера ее функционирования. Задача по обеспечению стабильного функционирования финансовой системы стала рассматриваться в качестве

¹³ LTV (Loan to value) – соотношение объема предоставленного заемщику кредита и стоимости внесенного залога, DTI (Debt to income) – соотношение объема задолженности по кредиту и дохода заемщика, LTI (Loan to income) – соотношение объема предоставленного заемщику кредита и дохода заемщика.

ключевого элемента государственной политики; особая роль в данном контексте стала отводиться макропруденциальной политике.

* * *

В заключение еще раз отметим, что финансовое регулирование с точки зрения экономической теории нацелено на решение трех ключевых задач: защиту конкуренции и ограничение монополизации в экономике; защиту естественных интересов населения в условиях асимметрии информации; устранение негативных внешних эффектов функционирования финансовой системы.

2.2 Конвергенция и эволюция международных стандартов глобального регулирования отдельных сегментов финансового рынка

Развитие стандартов регулирования деятельности финансовых институтов (банков, страховщиков, профессиональных пенсионных фондов, участников сделок с ценными бумагами и пр.) естественным образом следовало за тенденциями развития самих финансовых рынков и отражало потребность регуляторов в соответствующих инструментах осуществления политики. Так, например, следствием быстрого расширения перечня используемых финансовых инструментов в конце 20 века стал пересмотр подходов к расчету взвешенных по риску активов в рамках требований БКБН к минимальной достаточности капитала. Поворотным моментом в эволюции наднациональных стандартов регулирования стали кризисные события 2008-2009 гг., во время которых проявились существенные недостатки существующих подходов и инструментов финансового регулирования и надзора. Ответной реакцией на кризис органов наднационального регулирования стал пересмотр большинства существующих стандартов, принципов и рекомендаций в различных областях финансовых отношений, а также разработка принципиально новых инструментов регулирования. Характерной чертой посткризисной системы регулирования финансовых рынков стало разделение регулятивной политики на два уровня: микроуровень и макроуровень. Такое разделение стало явным образом обозначаться в общих стратегиях регулирования, а также при формировании операционных задач и составлении конкретных документов. Реформирование подходов к регулированию на наднациональном уровне происходило в рамках следующих ключевых

направлений: улучшения требований к достаточности капитала, ликвидности и управлению рисками с целью усиления устойчивости отдельных финансовых институтов; регулирования деятельности системно значимых финансовых институтов; трансформации теневой банковской системы в прозрачную, понятную и устойчивую систему финансового посредничества; улучшения качества регулирования рынка внебиржевых производных инструментов; улучшения процессов финансового оздоровления трансграничных финансовых групп; снижения зависимости от кредитных рейтингов рейтинговых агентств и некоторых прочих. Так как целью настоящей работы не является детальный анализ отдельных глобальных стандартов и рекомендаций, в целях анализа эволюции международных стандартов регулирования рассмотрим лишь ключевые документы глобальной системы регулирования финансовых рынков, появившиеся (реформированные) в ответ на кризисные события 2008-2009 гг., с учетом рассмотренных в разделе 2.1 задач регулирования с точки зрения экономической теории (таблица 4).

Таблица 4 – Посткризисные наднациональные стандарты регулирования в разрезе задач регулирования

Задача и объект регулирования	Стандарт регулирования
Защита интересов вкладчиков и кредиторов в условиях информационной асимметрии (решение проблем «неблагоприятного отбора» и «недобросовестного поведения»):	
Обеспечение достаточность капитала финансового института	<ul style="list-style-type: none"> • Минимальные требования к достаточности капитала (Базель 3) (2011); • Основные принципы БКБН №16-25 (Core Principles for Effective Banking Supervision (2012)); • Основные принципы страхования (Insurance Core Principles, ICP) №14, 15, 17 (2015); • Принципы в отношении институтов рыночной инфраструктуры CPMI-IOSCO (Principles for Financial Market Infrastructures, PFMI) (2012)
Обеспечение функционирования внутренних систем управления рисками	<ul style="list-style-type: none"> • 2 компонент требований Базель 2, 3 (2004, 2011); • Основные принципы БКБН №15, 26 (Core Principles for Effective Banking Supervision (2012)); • Принципы СФС в отношении выплат компенсаций; • Принципы СФС об эффективных системах аппетита к риску; • Принципы ICP №7,8 (2015); • Принципы CPMI-IOSCO №4-7, №15-17 (2012)

Требования в отношении раскрытия информации	<ul style="list-style-type: none"> • 3 компонент требований Базель 2, 3 (2004, 2011); • Основные принципы БКБН №27, 28 (Core Principles for Effective Banking Supervision (2012)); • Принцип ICP 20 (IAIS, 2015); • Принципы в отношении институтов рыночной инфраструктуры CPMI-IOSCO №23-24 (Principles for Financial Market Infrastructures, PFMI) (2012)
Лицензирование деятельности	<ul style="list-style-type: none"> • Базельские принципы 4, 5(Core Principles for Effective Banking Supervision (2012)); • Принцип ICP №4 (2015)
Консолидированный надзор за деятельностью финансовых институтов	<ul style="list-style-type: none"> • Требования Базель 3; • Основные принципы БКБН №12 (Core Principles for Effective Banking Supervision (2012)); • Стандарты «ComFrame» (IAIS, 2013); • Принцип ICP №23 (IAIS, 2015)
Требования в отношении ликвидности	<ul style="list-style-type: none"> • Базель 3: стандарты ликвидности «LCR» и «NSFR» (2013, 2014)
Финансовое оздоровление трансграничных финансовых институтов	<ul style="list-style-type: none"> • Рекомендации БКБН по оздоровлению трансграничных банков (2010); • Ключевые атрибуты эффективной системы финансового оздоровления, СФС (2011); • Принцип ICP №26 (IAIS, 2015)

Продолжение таблицы 4

Устранение негативных внешних эффектов развития финансового рынка:	
Регулирование балансовых взаимозависимостей и эффектов «информационного заражения»	<ul style="list-style-type: none"> • Требования Базель 3 в отношении системно значимых банков на глобальном и национальном уровне (2011); • Методология оценки глобальных системно значимых банков (БКБН); • Список системно значимых банков (БКБН + СФС) (2015); • Базовые требования к капиталу для глобальных системно значимых страховщиков (2014, IAIS); • Повышенные требования к абсорбции убытков для глобальных системно значимых страховщиков (2015, IAIS); • Методология оценки системно значимых страховщиков (2016, IAIS); • Принципы в отношении институтов рыночной инфраструктуры CPMI-IOSCO (2012) • Рекомендации СФС об усилении надзора и регулирования за теневой банковской системой (2011); • Надзорная политика в области усиления надзора и регулирования за теневой банковской системой (2013); • Надзор за измерением и контролем крупных кредитных рисков (БКБН) (2014); • Требования к капиталу в отношении инвестиций банков в долевые фонды (БКБН, 2013); • Надзорная политика в области воздействия на риски теневой банковской системы на рынке обеспеченного кредитования и репо (СФС, 2013); • Требования в отношении секьюритизации (БКБН, 2014, новая версия (2016)) • Принципы в отношении институтов рыночной инфраструктуры по клиринговым сделкам (IOSCO + CPMI);
Регулирование эффекта «финансового акселератора»	<ul style="list-style-type: none"> • Антициклическая надбавка к капиталу (Базель 3)
Регулирование эффекта «спиралей ликвидности»	<ul style="list-style-type: none"> • Регулирование дисконтов по сделкам обеспеченного кредитования, не проходящих централизованный клиринг (СФС); • Дисконтные требования по дериватам, не проходящим централизованный клиринг (БКБН+IOSCO); • Стандарт ликвидности Базель 3 (LCR и NSFR)

Источник: составлено авторами

Конвергенция подходов к регулированию национальными регуляторами является одной из ключевых задач, преследуемых наднациональными институтами.

В данном аспекте наднациональный регулятор выполняет роль третьей стороны для каждого национального органа регулирования при согласовании стандартов, правил и процедур. Такая структура организации позволяет существенно упростить и ускорить процесс международной конвергенции в сравнении с двухсторонним форматом отношений. В целом, анализ литературы позволяет выделить несколько положительных эффектов конвергенции систем регулирования. В работе [86] указывается, что обеспечение «равных правил игры» («level playing field») способствует улучшению глобального благосостояния за счет организации равных конкурентных условий для международных финансовых институтов, и как следствие, позволяет получить большую долю на рынке более эффективным институтам. Конвергенция стандартов также снижает возможности осуществления финансовыми институтами международного регулятивного арбитража (использование финансовыми институтами юрисдикций с более либеральным режимом требований к достаточности капитала, ликвидности, системам оценки рисков, правилам раскрытия информации и прочим). Наличие эффекта международного регулятивного арбитража подтверждается в ряде эмпирических исследований. Так, в работе [22] различия в режимах регулирования представляются важным фактором направлений движения потоков капитала: капитал перемещается из стран с более жесткими требованиями регулирования в страны с более либеральными режимами. В работе [87] авторы, исследуя наличие причинных связей между режимом регулирования и объемом международных сделок банковских поглощений для конкретных стран, подтверждают наличие эффекта регулятивного арбитража: трансграничные сделки банковских поглощений осуществляются в большей степени банками-приобретателями, расположенными в странах с более жесткими требованиями к достаточности капитала, большим числом ограничений в отношении распределения активов и более строгими системами банковского надзора, чем в странах расположения приобретенных банков. В работе [12] в качестве одной из причин роста операций круговорота капитала на рынке евродолларов (рост наблюдался с конца 1990-х гг. вплоть до начала кризиса в США в 2007 г.) выделяют различия между не ориентированными на риск требованиями к капиталу в Европе по сравнению с США и Канадой. Авторы, следуя выводам, представленным в работах [78], [79], [80], отмечают, что в предкризисный период европейские банки занимали доллары на денежном рынке в США (в том числе, через фонды денежного рынка) и инвестировали их в частные ценные бумаги,

обеспеченные активами (asset-backed security, ABS), в особенности, в ипотечные бумаги. В то же время банки в Канаде и США должны были следовать как риск-ориентированным требованиям к достаточности капитала (минимальному соотношению капитала определенного уровня и активов, взвешенных с учетом риска), так и простому (пороговому) стандарту капитала (соотношению капитала и активов), тогда как к европейским банкам применялись только риск-ориентированные правила¹⁴. Как следствие, европейские банки значительно увеличивали долговую нагрузку, инвестируя, например, в ценные бумаги, обеспеченные ипотекой (mortgage-based security, MBS), с высоким инвестиционным качеством и низким весовым коэффициентом риска.

Участие финансовых институтов в международном регулятивном арбитраже может существенно снижать эффективность внутренних систем регулирования с точки зрения достижения ключевых функций регулирования: защиты интересов индивидуальных инвесторов и ограничения негативных внешних эффектов функционирования финансовой системы. Так, практика регулятивного арбитража усиливает проблемы неблагоприятного отбора и недобросовестного поведения. Кроме того, в работе [22] указывается, что негативным последствием эффекта регулятивного арбитража может являться риск развития ситуаций межстрановой регулятивной конкуренции и «гонок уступок» (race to the bottom) (ситуаций, в которых регуляторы в разных странах последовательно смягчают требования регулирования для привлечения капитала). Результатом «гонок уступок» является повышение общего уровня рисков, принимаемых финансовыми институтами, что ввиду наличия высокой взаимозависимости между финансовыми системами стран приводит к росту совокупных рисков дестабилизации глобальной финансовой системы [22], [88].

В заключение еще раз отметим, что конвергенция национальных стандартов регулирования необходима для достижения двух ключевых задач: снижения возможностей международного регулятивного арбитража и достижения равных

¹⁴ Простые правила (коэффициент финансового рычага (leverage ratio)) были введены позже в рамках нового стандарта глобальных требований регулирования банковской деятельности «Базель III: Глобальные регулятивные стандарты по повышению устойчивости банков и банковских систем» («Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems»), разработанного БКБН.

конкурентных условий для всех финансовых институтов, действующих на международном финансовом рынке.

3 Особенности регулирования финансовых рынков в России

В данном разделе будут проанализирована степень соответствия российских стандартов регулирования наднациональным, а также сделаны выводы в отношении условий и перспектив внедрения новых регулятивных подходов.

3.1 Внедрение международных стандартов регулирования банковского сегмента

В ноябре 1996 г. Банк России стал акционером Банка международных расчетов – международной финансовой организации, созданной в 1930 г. и выполняющей функцию «банка центральных банков», а в 1997 г. Банк России объявил о намерении присоединиться к Базельским принципам эффективного банковского надзора. И именно для достижения данной цели в 1996 г. была существенно переработана вышеуказанная инструкция Банка России от 30.04.1991 г. N 1, а в период с 1995 по 1997 гг. внесены существенные изменения в Федеральный закон от 02.12.1990 г. N 394-1 «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)». Результатом этих изменений стало, в частности, расширение перечня нормативов и установление минимального размера капитала банков в ЭКЮ (European Currency Unit).

В итоге, о присоединении к Базельским принципам было объявлено в октябре 1998 г. Смысл такого шага состоит в том, что Банк России с этого момента стал использовать выработанные Базельским комитетом по банковскому надзору основополагающие принципы эффективного банковского надзора. Для российских банков это означало упрощение доступа на международный рынок (в частности, вследствие повышения кредитного рейтинга). Вслед за этим событием появляется еще один принципиально новый для банковского сегмента закон - Федеральный закон от 08.07.1999 N 144-ФЗ «О реструктуризации кредитных организаций», который установил порядок и условия осуществления мероприятий по реструктуризации кредитных организаций.

В 2003 г. было введено «Положение о методике определения собственных средств (капитала) кредитных организаций» (утверждено Банком России 10.02.2003 N 215-П), в котором установлен двухуровневый подход к расчету капитала (разделение капитала на основной и дополнительный), а входящие в схему расчета

элементы стали соответствовать Базельскому соглашению. Таким образом, в 2000-х гг. Россия полностью перешла на стандарты «Базель I».

Далее в России сложилась ситуация, когда активное внедрение стандартов соглашения «Базель II» практически совпало с первыми шагами по внедрению соглашения «Базель III», т.е. не было оценено внедрение соглашения «Базель II» как такового. Тем не менее, для реализации «Базель II» (включая пакет мер «Базель II.5») были приняты следующие документы (или поправки в ранее принятые документы):

- Письмо Банка России от 29.12.2012 N 192-Т «О Методических рекомендациях по реализации подхода к расчету кредитного риска на основе внутренних рейтингов банков»;

- «Положение о порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска» (утверждено Банком России 28.09.2012 N 387-П)¹⁵;

- «Положение о порядке расчета величины кредитного риска на основе внутренних рейтингов» (утверждено Банком России 06.08.2015 N 483-П)

- Указание Банка России от 06.08.2015 N 3752-У «О порядке получения разрешений на применение банковских методик управления кредитными рисками и моделей количественной оценки кредитных рисков в целях расчета нормативов достаточности капитала банка, а также порядке оценки их качества» (вместе с «Требованиями к комплекту документов и оформлению документов, предоставляемых в Банк России банками, ходатайствующими о получении разрешения на применение ПВР в целях расчета нормативов достаточности капитала»);

- Письмо Банка России от 29.06.2011 N 96-Т «О Методических рекомендациях по организации кредитными организациями внутренних процедур оценки достаточности капитала»;

- «Положение о порядке расчета размера операционного риска» (утверждено Банком России 03.11.2009 N 346-П);

¹⁵ Документ прекратил действие с 1 января 2016 г. в связи с изданием «Положения о порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска» (утверждено Банком России 03.12.2015 N 511-П)

- Письмо Банка России от 16.05.2012 N 69-Т «О рекомендациях Базельского комитета по банковскому надзору «Принципы надлежащего управления операционным риском»;

- Письмо Банка России от 02.11.2007 N 173-Т «О рекомендациях Базельского комитета по банковскому надзору»;

- «Положение о методике определения собственных средств (капитала) кредитных организаций» (утверждено Банком России 10.02.2003 N 215-П; ред. от 25.10.2013);¹⁶

- Инструкция Банка России от 03.12.2012 N 139-И «Об обязательных нормативах банков» (ред. от 29.06.2016);

- Указание Банка России от 25.10.2013 N 3080-У «О формах, порядке и сроках раскрытия головными кредитными организациями банковских групп информации о принимаемых рисках, процедурах их оценки, управления рисками и капиталом»;¹⁷

- Указание Банка России от 25.10.2013 N 3081-У «О раскрытии кредитными организациями информации о своей деятельности»;

- Указание Банка России от 25.10.2013 N 3089-У «О порядке осуществления надзора за банковскими группами» (ред. от 07.11.2014);

- Указание Банка России от 25.10.2013 N 3090-У «О расчете величины собственных средств (капитала), обязательных нормативов и размеров (лимитов) открытых валютных позиций банковских групп»;

- Указание Банка России от 30 апреля 2008 г. N 2005-У «Об оценке экономического положения банков» (ред. от 01.10.2012).

О внедрении в российскую практику стандартов соглашения «Базель III» впервые было заявлено в «Стратегии развития банковского сектора Российской Федерации на период до 2015 года», принятой в 2011 г. В первую очередь стал соответствовать стандартам нового соглашения уровень достаточности капитала банков. Это связано с тем, что Банк России изначально исходил из понимания более высоких рисков российской банковской системы. Также российские банки

¹⁶ Отменено с 01.01.2015 г. в связи с публикацией «Положения о методике определения величины собственных средств (капитала) кредитных организаций («Базель III»)), утвержденного Банком России 28.12.2012 г. N 395-П.

¹⁷ Отменено с 01.01.2016 г. в связи с изданием Указания Банка России от 03.12.2015 г. N 3877-У «О признании утратившим силу Указания Банка России от 25 октября 2013 г. N 3080-У «О формах, порядке и сроках раскрытия головными кредитными организациями банковских групп информации о принимаемых рисках, процедурах их оценки, управления рисками и капиталом».

соответствуют стандартам «Базель III» по таким параметрам, как резервы на возможные ожидаемые потери, минимальный показатель ликвидности.

В итоге, для реализации стандартов третьего соглашения Банк России разработал и принял к настоящему моменту следующие документы (или поправки в ранее принятые документы):

- в части требований к капиталу:
 - Инструкция Банка России от 03.12.2012 N 139-И «Об обязательных нормативах банков» (ред. от 29.06.2016);
 - «Положение о методике определения величины собственных средств (капитала) кредитных организаций («Базель III»)» (утверждено Банком России 28.12.2012 N 395-П, ред. от 04.08.2016);
 - «Положение о расчете величины собственных средств (капитала), обязательных нормативов и размеров (лимитов) открытых валютных позиций банковских групп» (утверждено Банком России 03.12.2015 N 509-П);
 - Информация Банка России от 31.12.2015 «О величине антициклической надбавки к нормативу достаточности капитала банков»;
 - «Положение о порядке расчета величины кредитного риска на основе внутренних рейтингов» (утверждено Банком России 06.08.2015 N 483-П; ред. от 01.12.2015) (вместе с «Требованиями к качеству данных, используемых банками для создания и применения моделей количественной оценки кредитного риска для целей расчета нормативов достаточности капитала»)
- в части стандартов ликвидности:
 - «Положение о порядке расчета норматива краткосрочной ликвидности («Базель III») системно значимыми кредитными организациями» (утверждено Банком России 03.12.2015 N 510-П);
 - Информация Банка России от 29.12.2015 «О внедрении норматива краткосрочной ликвидности»;
 - «Положение о порядке расчета показателя краткосрочной ликвидности («Базель III»)» (утверждено Банком России 30.05.2014 N 421-П; ред. от 01.12.2015);
 - Письмо Банка России от 06.10.2015 N 04-41-4/8719 «О представлении отчетности по форме 0409122» (в т.ч. «Расчет показателя краткосрочной ликвидности («Базель III»)»);

- Письмо Банка России от 04.02.2015 N 016-41-4/895 «О представлении отчетности по форме 0409122» (в т.ч. «Расчет показателя краткосрочной ликвидности («Базель III»));

- Информация Банка России от 07.09.2015 «О введении норматива краткосрочной ликвидности»;

- Указание Банка России от 30.04.2008 N 2005-У «Об оценке экономического положения банков» (ред. от 09.03.2016);

- «Положение о порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска» (утверждено Банком России 03.12.2015 N 511-П);

- в части показателя «леверидж»:

- Письмо Банка России от 30.07.2013 N 142-Т «О расчете показателя финансового рычага»;

- Указание Банка России от 25.10.2013 N 3081-У «О раскрытии кредитными организациями информации о своей деятельности» (ред. от 03.12.2015);

- в части мониторинга системно значимых кредитных организаций:

- Указание Банка России от 22.07.2015 N 3737-У «О методике определения системно значимых кредитных организаций» (до 08.09.2015 - Указание Банка России от 16.01.2014 N 3174-У «Об определении перечня системно значимых кредитных организаций»);

- «Положение о порядке расчета норматива краткосрочной ликвидности («Базель III») системно значимыми кредитными организациями» (утверждено Банком России 03.12.2015 N 510-П);

- Указание Банка России от 03.12.2015 N 3876-У «О формах, порядке и сроках раскрытия головными кредитными организациями банковских групп информации о принимаемых рисках, процедурах их оценки, управления рисками и капиталом» (ред. от 28.12.2015);

- «Положение о методике определения величины собственных средств (капитала) кредитных организаций («Базель III»)» (утверждено Банком России 28.12.2012 N 395-П, ред. от 04.08.2016).

Однако помимо количественных характеристик «Базель III» предполагает внедрение банками новых требований, связанных с организацией банковского надзора за соблюдением нормативов достаточности капитала и соблюдением рыночной дисциплины. Для реализации этих принципов многие российские банки пока не обладают достаточными инструментами и опытом. По мнению многих

экспертов, требования «Базель III» являются сложно реализуемыми для большинства малых и средних российских банков, поэтому для таких банков предлагается некий упрощенный вариант применения стандартов, чтобы предотвратить волну банкротств.

Тем не менее, согласно информации Банка России, в марте 2016 г. Базельский комитет по банковскому надзору по итогам проведенной в 2015 г. проверки в рамках «Программы оценки соответствия регулирования стандартам» (Regulatory Consistency Assessment Programme - RCAP) признал российское банковское регулирование соответствующим стандартам «Базеля II», «Базеля II.5» и «Базеля III» как в части регулирования достаточности капитала, так и ликвидности, включая организацию надзорного процесса в рамках второго компонента «Базель II» и требования к раскрытию кредитными организациями информации о своей деятельности, отметив при этом, что некоторые аспекты внутренних правил в стране являются даже более строгими, чем требуется.

3.2 Внедрение международных стандартов регулирования страхового сегмента

Международная ассоциация органов страхового надзора (IAIS) – это первый международный регулятор, к которому России удалось присоединиться в первой половине 1990-х гг., причем с момента ее основания - в 1994 г. В течение 2011-2015 гг. IAIS разработала Основные принципы страхования (Insurance Core Principles - ICP), рекомендованные для внедрения участниками ассоциации. В настоящее время ключевым документом, направленным на внедрение в российскую страховую практику принципов IAIS, является Стратегия развития страховой деятельности в Российской Федерации до 2020 г., утвержденная распоряжением Правительства РФ от 22.07.2013 г. N 1293-р. Кроме того, для этих целей в 2013-2016 гг. были внесены важные изменения в Закон РФ от 27.11.1992 г. N 4015-1 «Об организации страхового дела в Российской Федерации», в частности:

- изменения в ст. 3. «Цель и задачи организации страхового дела. Формы страхования», ст. 4. «Объекты страхования», ст. 4.1. «Участники отношений, регулируемых настоящим Законом», ст. 8. «Страховые агенты и страховые брокеры», ст. 14.1. «Страховые (перестраховочные) пулы», ст. 25 «Условия обеспечения финансовой устойчивости и платежеспособности страховщика», ст. 26

«Страховые резервы», ст. 26.1. «Передача страхового портфеля», ст.28.1 «Внутренний контроль», ст. 28.2 «Внутренний аудит», ст. 30 «Надзор за деятельностью субъектов страхового дела», ст. 32 «Лицензирование деятельности субъектов страхового дела», ст. 32.8. «Прекращение страховой деятельности субъекта страхового дела или его ликвидация в связи с отзывом лицензии»;

- введена новые статьи: ст. 6.1 «Особенности обмена информацией в электронной форме между страхователем и страховщиком», ст. 13.1-13.3, касающиеся деятельности перестраховочной компании, ст. 14.2 «Саморегулируемые организации в сфере финансового рынка».

Также была введена статья 184.1. «Дополнительные основания для применения мер по предупреждению банкротства страховой организации» в Федеральный закон от 26.10.2002 N 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)». В Федеральный закон от 02.12.1990 N 394-1 «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» внесены изменения, касающиеся взаимодействия с некредитными финансовыми организациями (в том числе в вопросе предоставления отчетности, проведения проверок), обмена информацией с иностранными финансовыми регуляторами, обеспечения стабильности финансового рынка (статьи 45.1, 45.2, 45.3, 51.1, 76.5, 76.6, 76.9). Банком России утверждено Указание от 30.11.2015 N 3860-У «О формах, сроках и порядке составления и представления отчетности страховыми организациями и обществами взаимного страхования в Центральный банк Российской Федерации», которое обязывает страховые компании представлять расширенную отчетность с высокой периодичностью.

В рамках ЕАЭС был подписан «Договор о Евразийском экономическом союзе» (г. Астане, 29.05.2014; ред. от 08.05.2015), согласно которому в страховом секторе государства-члены союза гармонизируют требования по регулированию и надзору профессиональных участников страхового рынка, руководствуясь в своих действиях наилучшей международной практикой и основными принципами IAIS. Кроме того, правительством поставлена задача достичь сближения с нормами международного регулирования в области страхования таких организаций, как ОЭСР и ЕС в период с 2017-2019 гг., что тоже закреплено в Стратегии развития страховой деятельности в Российской Федерации до 2020 г.

В середине 2016 г. Всемирный Банк представил доклад по итогам проверки, проводимой по вопросу внедрения принципов IAIS в России [89]. Из доклада следует, что большинство принципов успешно внедрено в российскую практику.

3.3 Внедрение международных стандартов регулирования рынка ценных бумаг

Разработкой международных стандартов в области регулирования национальных фондовых рынков занимается Международная организация комиссий по ценным бумагам (International Organization of Securities Commissions – IOSCO). В начале 2015 г. Банк России подписал Многосторонний меморандум IOSCO о взаимопонимании по вопросам консультаций, сотрудничества и обмена информацией (IOSCO MMoU). Полноправное членство в IOSCO позволит представителям России участвовать в деятельности комитетов и рабочих групп и будет способствовать обмену информацией по ключевым вопросам регулирования и надзора за финансовыми рынками. Впрочем, стоит заметить, что еще в 2009 г. существовавшая тогда ФСФР вошла в перечень ассоциированных членов организации, т.е. выразившим желание присоединиться к меморандуму и работающим над улучшением своего законодательства. А одна из крупнейших саморегулируемых организаций России - НАУФОР – в 2005 г. стала аффилированным членом IOSCO и активно участвует в работе Консультативного комитета саморегулируемых организаций IOSCO.

В России в период с середины 2015 г. по середину 2016 г. проводилась проверка соответствия национального регулирования международным стандартам, реализуемая МВФ и Всемирным Банком в рамках «Программы оценки финансового сектора» (Financial Sector Assessment Program - FSAP), в том числе на предмет соответствия принципам IOSCO. В опубликованном МВФ докладе по итогам проверки [90] отражено, что миссия МВФ и Всемирного Банка высоко оценила прогресс в вопросе внедрения указанных принципов. В частности, было выявлено, что принципы, касающиеся деятельности финансового регулятора, практически полностью нашли отражение в российском законодательстве, хотя есть определенные вопросы относительно независимости Банка России от исполнительных органов власти и правовой защиты персонала в ходе исполнения ими надзорных функций. По вопросам саморегулирования, наложения взысканий, сотрудничества в области регулирования миссия отметила, что Банк России обладает полным набором правовых полномочий и постепенно переходит на риск-ориентированный подход к регулированию, однако ресурсы по реализации надзорных функций, как показала проверка, являются недостаточными. Для

реализации данных принципов были внесены изменения в закон о Банке России, которые, в частности, теперь позволяют регулятору использовать свои полномочия для получения конфиденциальной информации по запросам от иностранных властей.

Если говорить о мониторинге деятельности эмитентов, то обязанности по раскрытию на текущий момент являются весьма исчерпывающими, хотя, по мнению экспертов МВФ и Всемирного Банка, должны быть расширены (например, дополнены сведениями, влияющими на прибыль компании или ее риски). В вопросе надзора за аудиторскими организациями рекомендовано усилить контроль за исполнением принципов их независимости. В вопросе внедрения принципов IOSCO большую роль сыграл принятый в 2015 г. всеобъемлющий закон о деятельности кредитных рейтинговых агентств (в частности, удовлетворяет требованиям в отношении регистрации, раскрытия информации, конфликта интересов, методологии, внутреннего управления). В данном контексте были пересмотрены и полномочия Банка России. Однако пока делать обоснованные выводы относительно эффективности новых мер, регулирующих рейтинговую деятельность, пока рано, так как указанный закон в полной мере еще не заработал.

Рынок коллективных инвестиций в России невелик, поэтому не представляет серьезной угрозы повышения системного риска. Тем не менее, деятельность по управлению коллективными инвестициями, по мнению экспертов МВФ и Всемирного Банка, требует от Банка России введения повышенных требований в части лицензирования, а также модернизации системы раскрытия ими информации. На данный момент законодательство в основном сосредоточено на том, чтобы управляющие компании соблюдали правила управления фондами. Кроме того, эксперты миссии считают, что деятельность всех прочих финансовых посредников на рынке также должна лицензироваться, причем критерии и требования к капиталу должны быть увязаны с уровнем риска. Однако в этом отношении полномочия Банка России весьма узкие, т.к. он не может самостоятельно устанавливать условия лицензирования. Наконец, последняя группа принципов IOSCO посвящена биржевой торговле. Большинству из них российская практика также соответствует, однако эксперты говорят о недостаточности эффективного контроля коротких продаж (в частности, в вопросе системы раскрытия информации о таких сделках).

В 2012 г. Комитет по платежным и расчетным системам Банка международных расчетов (СРМІ) совместно с IOSCO разработал Принципы

инфраструктур финансового рынка (Principles for financial market infrastructures – PFMI). PFMI (всего 24 принципа) установили некоторые минимальные требования в отношении деятельности пяти типов инфраструктур - платежных систем, центральных депозитариев, систем расчетов по ценным бумагам, центральных контрагентов и торговых репозитариев.

Соответствие российского законодательства принципам CPMI-IOSCO стало возможным с принятием законодательства о центральном депозитарии, репозитарии, центральном контрагенте, о клиринге, национальной платежной системе, законодательства о противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком. Определенную роль в этом сыграло и создание единого финансового регулятора (в частности, Банк России как единый регулятор теперь может получать информацию о банковских счетах и операциях физических и юридических лиц).

По итогам завершившегося в июне 2016 г. мониторинга формирования законодательных основ деятельности развитых и развивающихся финансовых рынков мира Банк международных расчетов присвоил российской финансовой инфраструктуре наивысший рейтинг 4-го уровня (наряду с такими странами, как Великобритания, Германия, Франция, Гонконг, Сингапур). Наивысший рейтинг отражает качественные изменения российской финансовой инфраструктуры последних лет, которые позитивно сказались на прозрачности и надежности рынка в глобальном контексте.

Также CPMI совместно с IOSCO в 2014 г. разработали документ «Восстановление финансовой устойчивости инфраструктурных организаций финансового рынка». Для внедрения подходов, обозначенных в документе, Банк России подготовил «Методические рекомендации по разработке планов восстановления финансовой устойчивости инфраструктурными организациями финансового рынка» (утверждены Банком России 20.05.2016 г. N 17-МР) и «Методические рекомендации по обеспечению непрерывности деятельности системно значимых инфраструктурных организаций финансового рынка» (утверждены Банком России 27.07.2015 N 20-МР).

3.4 Оценка условий и перспектив внедрения новых подходов регулирования отдельных сегментов финансовых рынков

В целом проведенный в работе анализ свидетельствует о достаточно высокой степени конвергенции системы регулирования финансовых рынков в России и наднациональных подходов. Об этом свидетельствует участие России в работе наднациональных органов финансового регулирования, разрабатывающих глобальные стандарты, принципы и рекомендации в области банковского регулирования и надзора (БКБН), регулирования рынка ценных бумаг (IOSCO), деятельности страховщиков (IAIS), негосударственных пенсионных фондов (IOPS), платежных систем и прочих институтов рыночной инфраструктуры (CPMI), регулирования систем страхования вкладов (IADI) и некоторых прочих сферах финансовой деятельности. Указанный факт также подтверждается высокой степенью соответствия российской системы регулирования наднациональным практикам согласно проведенным процедурам оценивания (RCAP в марте 2016 г. [91], [92], Оценки соответствия ICP в июле 2016 г. [89], Оценки соответствия целям и принципам IOSCO в июле 2016 г. [90], Оценки соответствия PFMI в июне 2016 г. [93] и некоторыми прочими). Результаты проведенных оценок подтверждают наличие в России необходимых базовых инструментов, ориентированных на выполнение ключевых задач финансового регулирования: обеспечения интересов участников финансовых отношений в условиях информационной асимметрии (вкладчиков и кредиторов банков, держателей страховых полисов, участников рынка ценных бумаг и некоторых прочих субъектов экономических отношений) и ограничения внешних негативных эффектов функционирования финансового рынка (эффекта информационного заражения, эффекта «домино», эффекта «спиралей ликвидности» и «финансового акселератора») (подробное описание указанных задач и механизмов регулирования представлено в разделе 2.1). При этом, большая часть используемых инструментов в полной мере соответствуют лучшим международным практикам.

В рамках первой из указанных выше задач со стороны российского государства осуществляется контроль финансовой устойчивости банков, страховщиков, негосударственных пенсионных фондов, фондов коллективных инвестиций и некоторых прочих профессиональных участников с учетом принимаемых ими рисков (в том числе посредством контроля внутренних системы управления рисками и капиталом и проведения стресс-тестов (в банковском

регулировании в рамках ВПОДК)); устанавливаются требования к процедурам эмиссии и обращения ценных бумаг, требования в отношении раскрытия и защиты информации, правила осуществления процедур финансового оздоровления (подробное описание конкретных инструментов регулирования и соответствующих нормативных актов представлено в разделе 3.1). Эволюция регулятивных подходов отражает тенденции развития российского финансового рынка и изменения, принятые наднациональными регуляторами в посткризисный период. При этом, однако, следует учитывать, что большинство наднациональных требований в области финансового регулирования представляют собой лишь минимально необходимые (базовые) элементы системы регулирования, которые должны присутствовать в национальных системах (в большей степени это касается наднациональных стандартов регулирования в небанковской сфере). В дальнейшем указанные требования могут быть существенно расширены, улучшены и детализированы в национальных системах регулирования с учетом их внутренних особенностей. Так, например, при соответствии принципам IAIS система требований к страховщикам и профессиональным пенсионным фондам в ЕС получила дальнейшее качественное развитие в направлении ориентированных на риск требований к достаточности капитала и оценки резервов на базе справедливой стоимости, увеличению роли внутренних процедур контроля финансовой устойчивости и процедур стресс-тестирования, использования профессионального суждения инвестиционных управляющих при принятии решения о структуре активов. Указанные «продвинутые» подходы к регулированию деятельности страховщиков и фондов профессионального пенсионного обеспечения практически не используются (даже на законодательном уровне) в России. Подход, предполагающий формирование наднациональными институтами, устанавливающими стандарты, только базовых элементов системы регулирования следует из необходимости соблюдения баланса между сложностью требований и количеством стран-участниц, в которых эти требования будут имплементированы и гармонизированы. Так, очевидным является факт обратной зависимости между степенью детализации стандартов регулирования и простотой осуществления их гармонизации (согласованного применения) между странами-участницами. В этой связи количество и разнородность участников наднационального института регулирования могут играть немаловажную роль при определении направлений деятельности: наибольшей степенью сложности и детализации характеризуются

требования БКБН в отношении банковской деятельности, участниками которого являются органы регулирования и надзора из 28 стран (для сравнения участниками IOSCO являются более 115 юрисдикций с высокой степенью неоднородности развития финансовых систем, IOSCO – более 200 юрисдикций). Вместе с тем, весьма вероятно и обратное действие зависимости: чем выше сложность подходов и инструментов регулирования, тем меньшее количество стран стремятся участвовать в подобного рода наднациональных соглашениях. При этом следует отметить, что даже базельские требования к достаточности капитала, первая версия которых появилась в 1988 г., предполагают достаточно высокую степень дифференциации возможных регулятивных подходов. Так, например, в рамках первого компонента (требования к минимальной достаточности капитала) предполагается опциональность используемых подходов к оценке кредитного риска (от простого (стандартизированного) подхода, основанного на применении установленных в нормативных актах рискованных весов различных типов активов (в России таким нормативным актом является Инструкция Банка России №139-И), до «продвинутых» подходов, основанных на самостоятельных (внутренних) процедурах оценки характеристик вероятности дефолта, потерь в случае дефолта и позиции под риском дефолта).

В целом предпринятые Банком России существенные усилия в области согласования национальных подходов к регулированию с наднациональными стандартами в последние годы позволяют судить о высокой степени готовности российского мегарегулятора использовать «лучшие практики» регулирования в различных областях финансовых отношений, а также утверждать с высокой степенью вероятности об успешном исполнении принятых на себя обязательств перед наднациональными институтами в установленные сроки. При этом следует проводить различие между имплементацией «лучших практик» регулирования на законодательном уровне и их практическим использованием в целях управления устойчивостью финансовых институтов. Так, например, возможностью применения метода расчета достаточности капитала в разрезе кредитного риска на основе внутренних методик оценки рискованных характеристик заемщиков (в базовом варианте – метрики вероятности дефолта), имплементированного в российскую систему регулирования деятельности банков на базе пакета стандартов БКБН Базель II, воспользовались пока лишь несколько крупных банков. Участие банков в рамках второго компонента требований Базель II, III (внутренние процедуры оценки

достаточности капитала) также не характеризуется достаточной степенью активности. Основная проблема в данном случае состоит в нехватке квалифицированного персонала, способного качественно (без значительного увеличения уровня операционного риска) осуществлять оценку кредитного, рыночного и прочих видов риска с использованием внутренних (разработанных и откалиброванных внутри банка) оценочных моделей, а также иных необходимых ресурсов (денежных, информационных, управленческих). Здесь следует отметить, что указанная проблема относится преимущественно к институтам, чья деятельность действительно направлена на добросовестное осуществление традиционных для их сферы деятельности финансовых операций (зачастую финансовые институты создаются и функционируют в России для осуществления иных (часто незаконных) операций в интересах своих владельцев). С учетом вышесказанного следует сделать вывод о том, что успешная имплементация наднациональных стандартов и рекомендаций регулирования, разработанных профильными институтами (БКБН, IAIS, IOSCO, IOPS и пр.), является необходимым, но не достаточным условием для обеспечения качественной защиты интересов вкладчиков, кредиторов, полисодержателей, участников пенсионных программ и прочих инвесторов на практике. В данной области необходимо продолжать работу над уменьшением числа недобросовестных институтов в финансовой системе (в том числе улучшить качество оценки и регулирования финансовых операций со связанными сторонами), улучшением качества раскрываемой информации и внешнего аудита (в том числе на законодательном уровне зафиксировать порядок отношений между центральным банком и внешними аудиторами), усилением эффективности надзора за деятельностью институтов, а также работу в области повышения квалификации кадров, улучшения качества образования и финансовой грамотности населения в целом. В настоящий момент с достаточной степенью уверенности можно судить об эффективности функционирования лишь одного механизма защиты интересов инвесторов: системе обязательного страхования вкладов. При этом, следует понимать, что подобного рода механизм является одним из наиболее дорогостоящих (в отсутствие качественных систем управления рисками деятельности институтов, механизм страхования вкладов может значительно увеличивать издержки информационной асимметрии (проблему недобросовестного поведения финансовых институтов и проблему неблагоприятного отбора со стороны инвесторов)). Издержки в конечном итоге распределяются между потребителями финансовых

услуг, так как взносы в систему страхования включаются финансовыми посредниками в цену конечного продукта (эффективную кредитную ставку, ставку по вкладу), а также между всеми налогоплательщиками при условии использования государственных средств для покрытия расходов на выплату страховых компенсаций. Особую роль в данном механизме играет эффективность организации системы финансового оздоровления и банкротства банков и прочих финансовых институтов.

В рамках второй из перечисленных выше задач (ограничение внешних негативных эффектов функционирования финансовой системы) Банк России осуществил имплементацию большей части разработанных наднациональными регуляторами подходов и инструментов (антициклической надбавки к капиталу, дополнительных требований в отношении финансовых институтов системной значимости, норматива краткосрочной ликвидности и некоторых прочих мер), а также организовал функционирование институтов торгового репозитория и центрального контрагента. В докладе МФВ [94] указывается, что Банк России совместно с Национальным советом по обеспечению финансовой стабильности реализовали значительный комплекс мер, направленных на обеспечение финансовой стабильности, однако ряд процедур и инструментов отсутствуют либо работают с низкой степенью эффективности. Так, в рамках усиления эффективности проводимой макропруденциальной политики МВФ считает необходимым дополнить набор макропруденциальных инструментов лимитами на соотношение стоимости кредита и стоимости обеспечения (loan-to-value ratio, LTV ratio), показателем соотношения стоимости обслуживания долга и дохода заемщика (debt service-to-income ratio, DSTI ratio), а также принять лимиты в отношении темпов роста кредитования отдельных отраслей. Кроме того, МВФ считает необходимым улучшить действующий в Банке России процесс мониторинга и оценки системного риска, дополнив его механизмом раннего предупреждения (early warning exercise) (заблаговременным анализом источников системного риска в финансовом секторе, а также эффективности действия соответствующих механизмов его снижения и управления негативными последствиями реализации, в том числе механизмов международной кооперации) и макропруденциальным стресс-тестированием, учитывающим эффект «домино» на втором и последующих раундах оценки балансовых взаимосвязей, эффекты «спиралей ликвидности», а также кросс-секторальные взаимозависимости. Следует также отметить, что имплементация

некоторых инструментов и процессов в рамках макропруденциального элемента регулирования, которые считаются имплементированными в полном объеме, требует дальнейшей проработки. Так, например, необходимо провести дополнительную калибровку антициклической надбавки к капиталу с учетом большего числа экономических индикаторов, позволяющих идентифицировать поведение кредитного цикла [94]. Также отметим, что некоторые инструменты регулирования находятся в стадии постепенного внедрения (например, норматив краткосрочной ликвидности, НКЛ). Так, в 2016 г. размер НКЛ для системно значимых банков установлен на уровне 70% с условием последующего повышения значения коэффициента на 10 п.п. в год. При этом, банки имеют возможность учитывать при расчете коэффициента линию финансовой поддержки ЦБ (безотзывную кредитную линию, БКЛ), что фактически означает возможность снижения Показателя краткосрочной ликвидности (ПКЛ) до уровня 30%-40%, что в целом является достаточно высокой с точки зрения риска ликвидности величиной. В целом, оценивать эффективность принимаемых в рамках макропруденциального элемента мер в какой-либо стране представляется преждевременным, поскольку для выявления положительных и отрицательных эффектов их воздействия по определению необходимо наличие условий высокого уровня стресса на финансовом рынке (финансовой дестабилизации и реализации системного риска).

* * *

В заключение еще раз отметим достаточно высокую степень конвергенции системы регулирования финансовых рынков в России и наднациональных подходов, определенных в стандартах, принципах, рекомендациях БКБН, IAIS, IOSCO, IOPS, IADI и прочих институтов. Об том свидетельствует ряд проведенных оценочных проверок российской системы регулирования указанными институтами. Предпринимаемые Банком России усилия по согласованию национальных подходов к регулированию с наднациональными стандартами позволяют сделать вывод о высокой степени готовности российского мегарегулятора использовать лучшие международные практики регулирования, а также судить о высокой вероятности исполнения принятых на себя обязательств перед наднациональными институтами в установленные сроки. Вместе с тем, эффект практического действия внедренных механизмов регулирования может быть весьма ограниченным (уровнем базовых элементов принципов и стандартов глобального регулирования), поскольку новые

передовые подходы предполагают высокий уровень квалификации персонала финансовых институтов и наличия прочих ресурсов (финансовых, информационных, управленческих). Успешное осуществление имплементации наднациональных стандартов и рекомендаций регулирования, разработанных профильными институтами, является необходимым, но не достаточным условием для обеспечения качественного функционирования системы регулирования и надзора с точки зрения реализации ключевых задач регулирования, как формы государственного вмешательства в экономику. В данной области необходимо продолжать работу над уменьшением числа недобросовестных институтов в финансовой системе, улучшением качества раскрываемой информации и внешнего аудита, усилением эффективности надзора за деятельностью институтов, а также работу в области повышения квалификации кадров, улучшения качества образования и финансовой грамотности населения в целом. Использование накопленного в различных странах опыта регулирования финансовых отношений, реализованного в виде наднациональных стандартов, создает необходимые основы для сбалансированного устойчивого развития отдельных сегментов финансовых рынков. Международная конвергенция практик регулирования и надзора создает «единые правила игры» для участников финансового рынка, способствуя снижению рисков международного регулятивного арбитража и достижению условий равной конкуренции для финансовых институтов, действующих в разных странах.

Заключение

Система наднационального финансового регулирования стала активно развиваться в 1970-х гг. на фоне интернационализации деятельности финансовых институтов, глобализации потоков капитала и рынков финансовых инструментов. Постепенно стандарты наднационального регулирования охватили деятельность банковского сектора, страховых организаций, платежных и расчетных систем, фондов коллективных инвестиций, рынка ценных бумаг, практику страхования вкладов и организации финансовой отчетности, некоторые прочие виды деятельности и процессы. Такие стандарты преимущественно касались вопросов микроуровня (регулирования деятельности отдельных финансовых институтов для защиты интересов индивидуальных кредиторов, вкладчиков и инвесторов при наличии проблем информационной асимметрии). Финансовый кризис 2008-2009 гг. привел к фундаментальному переосмыслению подходов к финансовому регулированию и его роли в государственной политике. Институты системы наднационального регулирования (международные организации; Совет по финансовой стабильности; органы, устанавливающие отраслевые стандарты регулирования) во взаимодействии с национальными регуляторами и академическим сообществом предприняли значительные усилия в области анализа причин и последствий глобального финансового кризиса, разработки и имплементации новых подходов к регулированию. Особое внимание стало уделяться политике, ориентированной на снижение системного риска и поддержание стабильного функционирования финансовой системы в целом (на макроуровне).

Происходящие процессы становления и развития отдельных отраслей финансовой деятельности в России требуют соответствующего развития системы регулирования с учетом передового международного опыта. В этой связи особую актуальность приобретают вопросы изучения наднациональных подходов к регулированию, их эволюции и практики применения в России. В работе проведен анализ история формирования наднационального регулирования с учетом соответствующих тенденций развития финансовых рынков, проведен анализ ключевых задач финансового регулирования и надзора, подробно описана система деятельности наднациональных регуляторов финансовых рынков, а также проведен анализ соответствия существующих глобальных подходов к регулированию

внутрироссийским. На основе проведенного анализа сделаны выводы для экономической политики государства.

Изучение истории развития системы глобального регулирования позволяет выделить две ключевые причины организации взаимодействия в данной сфере: необходимость противостоять глобальным финансовым угрозам (проблемам), решение которых требует коллективных усилий и кооперации; организация площадок для обмена опытом и информацией в области финансового регулирования и продвижение «лучших практик». Хорошим примером проблемы финансового регулирования, решение которой требует кооперации национальных регуляторов, является вопрос оздоровления трансграничных финансовых групп, действующих одновременно в нескольких юрисдикциях посредством своих отделений - дочерних структур или филиалов. Трансграничный характер деятельности института значительно осложняет проведение быстрой и эффективной процедуры финансового оздоровления ввиду национального характера регулирующих их законов. Задача обмена опытом и анализа передовых подходов к регулированию представляется не менее важной. Анализ и применение «лучших практик» регулирования позволяет использовать весь накопленный регуляторами в разных странах потенциал (в частности, страны с менее развитой системой регулирования приобретают возможность адаптации опыта стран с передовыми подходами).

Проведенный в работе анализ современных теоретических работ, а также деятельности регуляторов финансовых рынков свидетельствует о наличии двух ключевых задач в области финансового регулирования и надзора: защиты интересов субъектов финансовых отношений в условиях асимметрии информации и ограничения негативных внешних эффектов, порождаемых финансовой системой. На стадии инвестирования средств в условиях отсутствия полной информации о деятельности финансовых институтов инвесторы сталкиваются с риском выбора «плохого» с точки зрения финансового положения института. Кроме того, неполнота информации не позволяет инвесторам достоверно оценивать эффективность деятельности финансовых институтов, качество внутренних систем управления рисками, и, как следствие, «поощрять» добросовестных участников финансового рынка и «штрафовать» недобросовестных. В этой связи вмешательство государства с целью решения указанных проблем представляется необходимым. Другой существенной и остро обсуждаемой сегодня проблемой является наличие негативных внешних эффектов функционирования финансовой системы, в том числе

для реального сектора экономики. Глобальный кризис 2008-2009 гг. показал, что конкретные «узкие» проблемы финансового сектора могут перерасти в полномасштабный экономический кризис с падением темпов промышленного производства и торговли. В качестве отдельного элемента регулирования выделилась так называемая макропруденциальная политика, направленная на выявление и минимизацию системных рисков. В качестве новых регулятивных инструментов стали использоваться требования в отношении институтов системной значимости, антициклические требования к капиталу, требования в отношении ликвидности и прочие стандарты; были введены новые институты инфраструктуры финансового рынка: центральный контрагент, торговый репозиторий. Основную роль в разработке новых инструментов и подходов сыграли наднациональные регуляторы (БКБН, IAIS, IOSCO, CPMI, IADI, СФС, FATF, и некоторые прочие). В работе проведен детальный обзор системы наднациональных регуляторов и выполняемых ими функций.

Анализ практики регулирования финансовых отношений в России позволяет сделать вывод о достаточно высокой степени конвергенции российских подходов с наднациональными. Предпринимаемые Банком России усилия в данной области позволяют сделать вывод о высокой степени готовности российского регулятора использовать лучшие международные практики регулирования, а также судить о высокой вероятности исполнения принятых на себя обязательств перед наднациональными институтами в установленные сроки. Вместе с тем, эффект практического действия внедренных механизмов регулирования может быть весьма ограниченным, поскольку существующие передовые подходы предполагают высокую степень квалификации персонала финансовых институтов и наличия прочих ресурсов (финансовых, информационных, управленческих), нехватка которых имеет место в российской практике. Успешное осуществление имплементации наднациональных стандартов и рекомендаций регулирования, разработанных профильными институтами, является необходимым, но не достаточным условием для обеспечения качественного функционирования системы регулирования и надзора. В данной области необходимо продолжать работу над уменьшением числа недобросовестных институтов в финансовой системе, улучшением качества раскрываемой информации и внешнего аудита, усилением эффективности надзора за деятельностью институтов, а также работу в области

повышения квалификации кадров, улучшения качества образования и финансовой грамотности населения в целом.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

- 1 Goodhart C. The Basel Committee on Banking Supervision A History of the Early Years, 1974–1997. Cambridge University Press, 2011. 603 pp.
- 2 Aliber R., "The Integration of the Offshore and Domestic Banking System," *Journal of Monetary Economics*, No. 6, 1980. pp. 509-526.
- 3 Dufey G., Giddy I.H. The International Money Market (Contemporary Issues in Finance). 2nd ed. Prentice Hall, 1994.
- 4 He D and McCauley RN, "Offshore markets for the domestic currency: monetary and financial stability issues," Bank for International Settlements, Working Paper 2010.
- 5 Lewis M., Davis K.T. Domestic and International Banking. MIT Press, 1987.
- 6 Friedman M, "The Euro-Dollar Market: Some First Principles," July 1971.
- 7 Makin J.H., "Demand and Supply Functions for Stocks of Euro-dollar Deposits: An Emperical Study," *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 54, No. 4, 1972. pp. pp. 381-391.
- 8 Klopstock F.H. The Euro-Dollar Market: Some Unresolved Issues // *Essays in International Finance*. March 1968. No. 65.
- 9 Johnston RB, "Some Aspects of the Determination of Eurocurrency Interest Rates," 1979. 35-46 pp.
- 10 Giddy I.H. Why Eurodollars Grow // *Columbia Journal of World Business*. 1979. pp. 54-60.
- 11 Богданюк Е., Трунин П.В., "Развитие рынка евровалютного банкинга в мировой экономике," *Финансовый журнал*, Vol. 31, No. 3, 2016. pp. 79-88.
- 12 He D and McCauley R, "Eurodollar banking and currency internationalisation," 2012.
- 13 Blei R, "Früherkennung von Banken Krisen, dargestellt am Beispiel der Herstatt-Bank," *Freie Univ., Berlin*, Working Paper 1984.
- 14 IAIS. 20 years, 1994-2014. International Association of Insurance Supervisors, 2014. Anninersary booklet.
- 15 Davies H., Green D. *Global Financial Regulation : The Essential Guide*. Revised edition ed. Polity Press, 2008. 289 pp.
- 16 Brunnermeier M et al., "The Fundamental Principles of Financial Regulation," International Center for Monetary and Banking Studies; Centre for Economic Policy Research, Geneve Reports on the World Economy 11 2009.
- 17 Galati G and Moessner R, "Macroprudential policy - a literature review," 2011.
- 18 Bank of England, "The role of macroprudential policy," 2009.
- 19 Acharya V, "A Theory of Systemic Risk and Design of Prudential Bank Regulation," 2009.
- 20 Borio C, "Implementing the macroprudential approach to financial regulation and supervision," 2009.

- 21 Financial Stability Board, "Progress since the Pittsburgh Summit in Implementing the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability," 2009.
- 22 Houston J.F., Lin C., and Ma Y., "Regulatory Arbitrage and International Bank Flows," *The Journal of Finance* Volume, Vol. 67, No. 5, October 2012. pp. 1845–1895.
- 23 IMF, "Resolution of Cross-Border Banks—A Proposed Framework for Enhanced Coordination," International Monetary Fund, 2010.
- 24 Aghion P., Bloom N., Blundell R., Griffith R., and Howitt P., "Competition and Innovation: an Inverted-U Relationship," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 120, No. 2, 2005. pp. 701-728.
- 25 Berger A et al., "Bank Competition and Financial Stability," The World Bank, Policy Research Working Paper 4696, 2008.
- 26 Weiß G., Neumann S., and Bostandzic D., "Systemic risk and bank consolidation: International evidence," *Journal of Banking & Finance*, No. 40, 2014. pp. 165-181.
- 27 Boyd J., De Nicoló G., "The theory of bank risk taking and competition revisited," *The Journal of Finance*, Vol. LX, No. 3, 2005. pp. 1329 -1343.
- 28 Anginer, D.; Demirguc-Kunt, A.; Zhu, M., "How does competition affect bank systemic risk?," *Journal of Financial Intermediation*, No. 23, 2014. pp. 1-26.
- 29 Bebczuk RN, "Asymmetric Information in Financial Markets: Introduction and Applications," Cambridge University Press 2003.
- 30 Matten C. *Managing Bank Capital: Capital Allocation and Performance Measurement*. 2nd ed. John Wiley & Sons, 2000.
- 31 Cordella T and Yeyati EL, "Public disclosure and bank failures," CEPR, Discussion paper No. 1886 1998.
- 32 Boot A.W., Schmeits A., "Marked discipline and incentive problems in conglomerate firms with applications to banking," *Journal of Financial Intermediation*, No. 9, 2000. pp. 240–273.
- 33 Gale D. Notes on Optimal Capital Regulation // In: *In The Evolving Financial System and Public Policy* / Ed. by Wilkins P.S.A.C. Ottawa: Bank of Canada, 2004.
- 34 D.W. D., P.H. D., "Bank runs, deposit insurance, and liquidity," *Journal of Political Economy*, Vol. 91, No. 3, 1983. pp. 401–419.
- 35 Laeven L, "Bank risks and Deposit Insurance," *The World Bank Economic Reviews* 16(1), 2002.
- 36 McCoy P.A. *The Moral Hazard Implication of Deposit Insurance: Theory and Evidence* // Seminar on current development in Monetary and Financial Law. Washington D.C. 2007.
- 37 Demirguc-Kunt A and Detriagiache E, "Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability? An Empirical Investigation," IMF Working Paper WS/00/03, 2000.
- 38 Distinguin I., Kouassi T., and Tarazi A., "Deposit Insurance, Moral Hazard and Market Discipline: Evidence from Central and Eastern European Banks," *Journal of Comparative Economics*, Vol. 2, No. 41, 2011. pp. 544-560.
- 39 Fiechter J et al., "Subsidiaries or Branches: Does One Size Fit All?," Staff Discussion Paper 2011.

- 40 IADI, "Deposit Insurance Coverage," International Association of Deposit Insurers, Discussion Paper, Draft 2008.
- 41 Acharya V and Yorulmazer T, "Information Contagion and Inter-bank Correlation in a Theory of Systemic Risk," London Business School, manuscript 2002.
- 42 Gorton G., "Clearinghouses and the Origin of Central Banking in the United States," *The Journal of Economic History*, No. 42, 1985. pp. 277–284.
- 43 Jacklin C., Bhattacharya S., "Distinguishing Panics and Information-based Bank Runs: Welfare and Policy Implications," *Journal of Political Economy*, Vol. 3, No. 96, 1988. pp. 569-592.
- 44 Schoenmaker D, "Contagion Risk in Banking," London: London School of Economics Financial Markets Group, Discussion Paper, no: 239 1996.
- 45 Jayanti S., Whyte A., "Global Contagion Effects of the Continental Illinois Failure," *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol. 1, No. 6, 1996. pp. 87-99.
- 46 Karafiath I., Mynatt R., and Smith K., "The Brazilian Default Announcement and the Contagion Effect Hypothesis," *Journal of Banking and Finance*, No. 15, 1991. pp. 699-716.
- 47 Saunders A., Wilson B., "Contagious Bank Runs: Evidence from the 1929- 1933 Period," *Journal of Financial Intermediation*, No. 5, 1996. pp. 409-423.
- 48 Docking D., Hirschey M., and Jones E., "Information and Contagion Effects of Bank Loan-loss Reserve Announcements," *Journal of Financial Economics*, Vol. 2, No. 43, 1997. pp. 219-240.
- 49 Slovin M., Sushka M., and Polonchek J., "An Analysis of Contagion and Competitive Effects at Commercial Banks," *Journal of Financial Economics*, No. 54, 1999. pp. 197-225.
- 50 Boot A.W.A., "Relationship Banking: What Do We Know?," *Journal of Financial Intermediation*, No. 9, 2000. pp. 7–25.
- 51 Ongena S., Smith D.C. Bank Relationships: A Review // In: Performance of Financial Institutions: Efficiency, Innovation, Regulation / Ed. by Patrick T.H., Stavros A.Z. Cambridge, New York and Melbourne: Cambridge University, 2000.
- 52 Slovin M.B., Sushka M.E., and Polonchek J.A., "The value of bank durability: borrowers as bank stakeholders," *Journal of Finance*, No. 48, 1993. pp. 247–266.
- 53 Nobuyoshi Y., Murakami A., "Does bank relationship have an economic value? The effect of main bank failure on client firms," *Economics Letters* 65, 1999. pp. 115–120.
- 54 Bae K.H., Kang J.K., and Lim C.W., "The Value of Durable Bank Relationships: Evidence from Korean Banking Shocks," *Journal of Financial Economics*, No. 64, 2002. pp. 181–214.
- 55 Eisenberg L., Noe T.H., "Systemic risk in financial systems," *Management Science*, Vol. 3, No. 47, 2001. pp. 236–249.
- 56 Degryse H., Nguyen G., "Interbank exposures: An empirical examination of contagion risk in the Belgian banking system," *International Journal of Central Banking*, Vol. 2, No. 3, 2007. pp. 123–172.

- 57 Upper, C.; Worms, A., "Estimating bilateral exposures in the German interbank market: Is there a danger of contagion," *European Economic Review*, No. 48, 2004. pp. 827–849.
- 58 Cifuentes R., Ferrucci G., and Shin H., "Liquidity risk and contagion," *Journal of the European Economic Association*, No. 3, 2005. pp. 556–566.
- 59 Brunnermeier M.K., Oehmke M. Bubbles, Financial Crises, and Systemic Risk Volume 2, Part B // In: *Handbook of the Economics of Finance*. Elsevier, 2013. pp. 1222-1288.
- 60 Brunnermeier M.K., Pedersen L.H. Market liquidity and funding liquidity // *Review of Financial Studies*. 2009. Vol. 6. No. 22. pp. 2201–2238.
- 61 Acharya V.V., Schnabl P., and Suarez G., "Securitization without risk transfer," *Journal of Financial Economics*, Vol. 107, No. 3, 2013. pp. 515–536.
- 62 Copeland A et al., "The tri-party repo market before the 2010 reforms," *Federal Reserve Bank of New York, Working paper* 2010.
- 63 Gorton G., Metrick A., "Securitized banking and the run on repo," *Journal of Financial Economics*, Vol. 104, No. 3, 2011. P. 425 451.
- 64 Dang TV et al., "Ignorance and the optimality of debt for liquidity provision," *Yale University, Working paper* 2010.
- 65 Ćorić B., "The financial accelerator effect: concept and challenges," *Financial Theory and Practice*, Vol. 35, No. 2, 2011. pp. 171-196.
- 66 Bernanke B.S., Gertler M., "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations," *American Economic Review*, Vol. 79, No. 1, 1989. pp. 14-31.
- 67 Bernanke B.S., Gertler M., and Gilchrist S. The financial accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework // In: *Handbook of Macroeconomics* 1. Amsterdam. 1999. pp. 1341-1393.
- 68 Carlstrom T.C., Fuerst T.S., "Agency Cost, Net Worth, and Business Fluctuations: A Computable General Equilibrium Analysis," *American Economic Review*, Vol. 83, No. 5, 1997. pp. 893-910.
- 69 Freedman C., Kumhof M., Laxton D., Muir D., and Mursula S., "Global effects of fiscal stimulus during the crisis," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 57, No. 5, 2010. pp. 506-526.
- 70 Kiyotaki N., Moore J., "Credit Cycles," *Journal of Political Economy*, Vol. 105, No. 2, 1997. pp. 211-248.
- 71 Kiyotaki N., "Credit and Business Cycles," *The Japanese Economic Review*, Vol. 49, No. 1, 1998. pp. 18-35.
- 72 Iacoviello M., "House Prices, Borrowing Constraints, and Monetary Policy in the Business Cycle," *American Economic Review*, Vol. 95, No. 3, 2005. pp. 739-764.
- 73 Monacelli T., "New Keynesian models, durable goods, and collateral constraints," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 56, No. 2, 2009. pp. 242-254.
- 74 Greenwald B.C., Stiglitz E.J., "Financial Market Imperfections and Business Cycles," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, No. 1, 1993. pp. 77-114.
- 75 Myers S.C., Majluf N.S., "Corporate Financing and Investment Decisions When

- Firms Have Information Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No. 2, 1984. pp. 187–222.
- 76 Arnold L.G. *Business Cycle Theory*. New York: Oxford University Press, 2002. 176 pp.
- 77 Gatti D et al., "Net Worth, Exchange Rates, and Monetary Policy: The Effects of Devaluation in a Financially Fragile Environment," NBER Working Paper No. 13244 2007.
- 78 McGuire, P; Peter, G. v., "The US dollar shortage in global banking," *BIS, Quarterly Review* 2009.
- 79 Baba N et al., "US dollar money market funds and non-US banks," *BIS , Quarterly Review* 2009.
- 80 Bernanke B et al., "International capital flows and the returns to safe assets in the United States, 2003–2007," Federal Reserve, *International Finance Discussion Papers* no 1014, 2011.
- 81 IMF, "Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness ," *International Monetary Fund, Global Financial Stability Report* April 2008.
- 82 Arnold B., Borio C., Ellis L., and Moshirian F., "Systemic risk, macroprudential policy frameworks, monitoring financial systems and the evolution of capital adequacy," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 36, No. 12, 2012. pp. 3125–3132.
- 83 FSB, IMF, BIS, "Macroprudential Policy Tools and Frameworks," *Financial Stability Board, International Monetary Fund, and Bank for International Settlements, Progress Report to G20* 2011.
- 84 IMF, "Macroprudential Policy: An Organizing Framework," *International Monetary Fund, Report* 2011.
- 85 Freixas X., Laeven L., and Peydró J.L. *Systemic Risk, Crises, and Macroprudential Regulation*. Boston: MA: MIT Press, 2015.
- 86 Morrison, Alan D., and Lucy White. "Level Playing Fields in International Financial Regulation." *The Journal of Finance*, vol. 64, no. 3, 2009, pp. 1099–1142,.
- 87 Karolyi G.A., Taboada A.G., "Regulatory Arbitrage and Cross-Border Bank Acquisitions," *Journal of Finance*, Vol. 70, No. 6, December 2015. pp. 2395–2450.
- 88 Radaelli C.M., "The Puzzle of Regulatory Competition," *Journal of Public Policy*, Vol. 24, No. 1, 2004. pp. 1-23.
- 89 World Bank, "Financial Sector Assessment Program. Russian Federation. Insurance Core Principles Assessment. Detailed Assessment of Observance," July, 2016.
- 90 IMF, "Russian Federation: Report On the Observance of Standards and Codes on IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation," *International Monetary Fund, IMF Country Report* No. 16/233, July 2016.
- 91 BCBS, "Assessment of Basel III risk-based capital regulations – Russia," *Basel Committee on Banking Supervision, Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP)* 2016.
- 92 BCBS, "Assessment of Basel III LCR regulations – Russia," *Basel Committee on Banking Supervision , Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP)* March

2016.

- 93 CPMI-IOSCO, "Implementation monitoring of PFMI: Third update to Level 1 assessment report," Committee on Payments and Market Infrastructures, International Organization of Securities Commissions, June 2016.
- 94 IMF, "Russian Federation: Financial Sector Assessment Program : Technical Note Macprudential Policy Series," International Monetary Fund, Country Report No. 16/307, 2016.
- 95 Das U.S., Davies N., and Podpiera R. Insurance and Issues in Financial Soundness // WP/03/138. 2003.
- 96 Dev A. Economic Capital: A Practitioner's Guide. Risk Books, 2004.
- 97 Galer R, "Prudent Person Rule Standard for the Investment of Pension Fund Assets," OECD, Paris, Financial Market Trends No. 83 2002.

Приложение А

Список глобальных системно значимых банков по состоянию на ноябрь 2015 года

Номер корзины и размер дополнительных требований к абсорбции убытков (в %)	G-SIB в алфавитном порядке внутри каждой корзины
5 (3,5%)	Пусто
4 (2,5%)	HSBC JP Morgan Chase
3 (2,0%)	Barclays BVP Paribas Citigroup Deutsche Bank
2 (1,5%)	Bank of America Credit Suisse Goldman Sachs Group Credit Agricole Mitsubishi UFJ FG Morgan Stanley
1 (1,0%)	Agricultural Bank of China Bank of China Bank of New York Mellon China Construction Bank Group BPCE Group Crédit Agricole Industrial and Commercial Bank of China Limited ING Bank Mizuho FG Nordea Royal Bank of Scotland Santander Societe Generale Standard Chartered State Street Sumitomo Mitsui FG UBS Unicredit Group Wells Fargo

Источник: Financial Stability Board, 2015 update of list of global systemically important banks (G-SIBs), 2015

Приложение Б

Список глобальных системно значимых страховщиков по состоянию на ноябрь 2015
года

Aegon N.V.
Allianz SE
American International Group, Inc.
Aviva plc
Axa S.A.
MetLife, Inc.
Ping An Insurance (Group) Company of China, Ltd.
Prudential Financial, Inc.
Prudential plc

Источник: Financial Stability Board, 2015 update of list of global systemically important insurers (G-SIIs), 2015