

Саморегулирование на финансовом рынке

По материалам лекции, прочитанной президентом НАУФОР Алексеем Тимофеевым в Университете Банка России. Часть 1

Основное достоинство саморегулирования — его гибкость, возможность адаптировать регулятивные требования к быстро изменяющейся бизнес-среде, внимание к регулятивным расходам, лучшее знание рынков и его продуктов. Общим правилом является консультативный характер правоприменения СРО.

У саморегулирования есть сильные мотивы: индустрия заинтересована в работе на справедливом, понятном и конкурентном рынке, в доверии к нему со стороны потребителей, а также в качественном компетентном регулировании.

Недостатком саморегулирования (критики чаще всего обращают внимание именно на него) является конфликт интересов. СРО вынуждена балансировать между регулированием защиты интересов своих членов и интересами их клиентов. Этот конфликт, на мой взгляд, не драматичен — в основном он подчиняется мотивам саморегулирования, а дополнительно компенсируется регулятивными

механизмами, в том числе, контролем со стороны государственного органа.

Но и государственное регулирование не лишено недостатков: патернализм, небрежность к издержкам, недостаточное знание рыночной практики.

Поиск баланса между государственным регулированием и саморегулированием — длительная история формирования доверия и поиска оптимального соотношения, в котором одно дополняло бы другое в интересах рынка.

Если говорить о тенденциях, характерных для регулирования финансовых рынков в мире, то основной является усиление роли государства, но это связано с тем, что первоначально финансовые рынки не регулировались или починались саморегулированию. Еще одной тенденцией является снижение регулирующей роли первоначально наиболее распространенных СРО — бирж. Это связано с коммерциализацией биржевых площадок.

Одновременно, при наличии многочисленных индустриальных ассоциаций (преимущественно лоббистских объединений и организаций, которые сфокусированы на определенной услуге или продукте), усиливается роль «чистых»¹ СРО. Приоритетная задача саморегулируемых организаций — регулирование и контроль на финансовом рынке.

История саморегулирования

Образец исключительно сильного саморегулирования дает опыт Соединенных Штатов Америки. История его формирования начинается с XIX века, когда саморегулируемыми организациями были все биржи.

После кризиса 1929 года был принят закон о биржах и создан ответственный за регулирование и надзор биржевого рынка государственный орган: Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC).

В 1938 году поправками в закон (так называемый Maloney Act) была предусмотрена возможность создания национальных ассоциаций ценных бумаг, которым поручалось осуществление регулирования и надзора на внебиржевом рынке. При этом модель, предусмотренная в Maloney Act, была более жесткой, чем для бирж, и требовала предварительного одобрения со стороны SEC всяких правил, действующих на рынке OTC. На основании этого закона в 1939 году была создана Национальная ассоциация дилеров ценных бумаг (NASD), которая и стала осуществлять полномочия в отношении OTC-рынка.

В 1964 году полномочия NASD в отношении OTC-рынка перешли к SEC.

В 2007 году начался следующий этап, который стоит отметить. В 2007-м произошла (вследствие коммерциализации NYSE) консолидация NASD и NYSE reg (регулятивное подразделение Нью-Йоркской фондовой биржи). В результате этой консолидации на финансовом рынке США была создана саморегулируемая организация FINRA — СРО по контролю

соблюдения правил торговли на внебиржевом рынке.

На деривативном секторе американского финансового рынка, помимо FINRA, работает ассоциация NFA. Эти две СРО подчиняются разным регуляторам: первая — SEC, вторая — CFTC. Два названных регулятора (SEC и CFTC) имеют разные подходы к регулированию. В результате различаются и форматы отношений между регулятором и СРО, и полномочия СРО.

FINRA в какой-то степени является образцом для тех, кто придерживается модели «чистых» СРО. Эта организация формируется и финансируется индустрией; имеет, наверное, самые широкие полномочия из всех «чистых» саморегулируемых организаций в мире (включают не только поведенческие, но и финансовые требования); кроме того, она осуществляет арбитраж и медиацию с участием инвесторов.

Интересным является опыт Канады, которая в целом идет по американскому пути. В то же время у CIRO — канадской саморегулируемой организации, которая объединяет канадских дилеров (в Канаде это также и брокеры) — есть своя особенность. Этой особенной чертой является влияние, сопоставимое с влиянием государственных регуляторов. Федерального органа, ответственного за весь канадский финансовый рынок, в Канаде нет, а вот саморегулируемая организация, единая для всей страны, есть. Кроме нее, саморегулируемой организацией является биржа Торонто.

Примером скорее государственной модели регулирования является регулирование Великобритании. Новейшая история ее регулятивной системы исключительно поучительна для понимания роли саморегулирования.

До 1986 года на финансовом рынке Великобритании было только саморегулирование, осуществлялось оно Лондонской биржей. Государственный регулятор (SIB) и несколько СРО появились лишь в 1986

году. Проблемой британской регулятивной системы в то время стало то, что членство и полномочия саморегулируемых организаций в значительной степени пересекались — и между самими СРО, и между ними и государственным регулятором.

Чтобы вести деятельность на финансовом рынке Великобритании, нужно было быть членом одной из СРО или получить лицензию SIB.

Банкротство Mirror Group в 1992 году, которое повлекло потерю огромных средств пенсионных фондов, было признано провалом контроля SIB за IMRO (одной из саморегулируемых организаций, которые объединяла управляющие компании).

После этого произошел крах банка Barings из-за операций на срочном рынке в Сингапурском офисе. И разочарование в саморегулировании оказалось настолько сильно, что в июне 1998 года Великобритания отказалась от саморегулирования вовсе.

Сначала все СРО передали свои полномочия FSA — органу, пришедшему на смену SIB. Соответствующий закон (Financial Services and Markets Act), на основании которого создана FSA, был принят в 2000 году. Тогдашняя FSA обладала элементами саморегулирования. Половина независимых директоров FSA являлась представителями компаний City; сама организация финансируется индустрией.

1 апреля 2013 года произошел очередной этап реформы регулятивной системы Великобритании: в результате возникла FCA, которой были передан пруденциальный надзор. FCA — гораздо более государственный орган, чем FSA. Она независима от правительства, хотя и формируется Казначейством. Единственный элемент саморегулирования, который в FCA сохраняется — это представительство индустрии в Комитете по регулятивным решениям (Комитет отвечает за привлечение нарушителей на финансовом рынке к дисциплинарной ответственности).

Германию и Францию я бы упомянул как примеры стран, в которых индустри-

альные ассоциации являются гораздо более слабыми, имеют фрагментарные полномочия. Но в этих странах стоит обратить внимание на устройство государственных регуляторов финансового рынка.

В Германии это BAFIN. У него есть некоторые черты саморегулирования. Главный регулятивный орган BAFIN — административный совет — состоит из 21 члена, 10 из них являются представителями индустрии, финансируется BAFIN индустрией и эмитентами.

Во Франции государственный орган — АМФ — независим от правительства (как и BAFIN), имеет автономный бюджет, формируемый за счет налоговых операций на финансовом рынке. По существу, АМФ состоит из главного регуляторного органа (College) и органа, ответственного за привлечение к дисциплинарной и административной ответственности (Commission des sanctions). В состав и того, и другого органа входит большое количество представителей индустрии, оба органа формируются назначением министра финансов и экономики, но по согласованию с индустрией (когда речь идет о сотрудниках финансовых компаний, то по согласованию с соответствующими профсоюзами). Например, комиссия по санкциям состоит из 12 членов; 8 из них являются представителями индустрии.

В Японии регулирование происходит по американской модели. С 1949 года здесь была образована JSDA, превратившаяся в «чистую» саморегулируемую организацию JSDA в 1973 году.

В России новейшая история саморегулирования на финансовом рынке начинается с 1994 года, когда в стране возникло несколько саморегулируемых организаций: ПАУФОР² (которая была автором правил торговли биржи РТС), НАУРАГ (которая была автором Кодекса поведения на рынке госбумаг), ПАРТАД и Всероссийский союз страховщиков (ВСС).

Всероссийский союз страховщиков возник в результате слияния двух профильных СРО. В начале 1990-х годов в России параллельно действовали два профессиональных союза страховщиков. В январе 1993 года

был создан Страховой союз России (ССР), он объединял 160 страховых компаний. Всероссийский союз страховщиков (ВСС) был образован 15 марта 1994 года, в него вошло около 400 страховых компаний. К началу 1996 года союзы объединились, оставив прежнее название одного из них: Всероссийский союз страховщиков (ВСС).

Эти СРО впоследствии станут «чистыми» СРО.

Но есть и изначально «индустриальные» организации: это Ассоциация региональных банков (созданная еще раньше, в 1990 году) и Ассоциация российских банков (созданная в 1991-м).

В 1996 году был принят Указ Президента РФ, который ввел обязательное членство в саморегулируемых организациях. После этого были созданы Национальная ассоциация участников фондового рынка (на базе ПАУФОР), а также Национальная фондовая ассоциация (на базе НАУРАГ). В 1998 году Постановлением ФКЦБ России было введено требование при выдаче лицензии иметь ходатайство от СРО, что предполагало членство соискателя лицензии в соответствующей СРО. Ситуация изменилась в 2000 году, когда Указ Президента №1756 отменил обязательное членство финансовых организаций в СРО. В том же 2000 году появилась еще одна саморегулируемая организация — Национальная ассоциация пенсионных фондов (НАПФ).

В 2007 году была создана Национальная лига управляющих (НЛУ), объединившая управляющие компании ПИФ и НПФ. В том же году принят закон «О саморегулируемых организациях». Я бы хотел отдать должное главному автору и разработчику закона — одному из идеологов саморегулирования на российском рынке Виктору Плещачевскому.

Закон «О саморегулируемых организациях» не распространялся на финансовый рынок, так как был основан на идее коллективной ответственности участников — членов саморегулируемой организации за убытки, причиненные

одним из них. Для финансового рынка, где традиционным является формирование специальных государственных компенсационных фондов, это было излишним.

В 2015 году, в рамках реформы по созданию мегарегулятора на финансовом рынке, был принят отдельный закон «О саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка»³. В соответствии с ним саморегулирование распространяется на 17 видов деятельности, не включая банковскую. По закону содержанием саморегулирования является разработка стандартов деятельности финансовых организаций и контроль их соблюдения.

Этот закон закрепил концепцию «чистых», сильных, саморегулируемых организаций как важной части общей системы регулирования и контроля на российском финансовом рынке.

В 2015 году Национальная валютная ассоциация (НВА), являвшаяся, по существу, индустриальной ассоциацией, присоединилась к Национальной фондовой ассоциации (НФА). В 2016 году несколько негосударственных пенсионных фондов покинули НАПФ и создали Ассоциацию негосударственных пенсионных фондов (АНПФ).

В 2018 году Национальная лига управляющих (НЛУ) присоединилась к НАУФОР. В 2020 году в Казани появилась саморегулируемая организация, объединяющая только инвестиционных советников: АМИКС.

В декабре 2021 года произошла интеграция индустрии негосударственных пенсионных фондов: АНПФ присоединилась к НАПФ.

Одним из наиболее свежих событий в сегменте саморегулируемых организаций стал отказ Национальной финансовой ассоциации от статуса СРО в начале 2023 года. В результате единственной СРО для большинства видов деятельности на фондовом рынке стала НАУФОР, а в отношении инвестиционных советников она делит саморегулирование с АМИКС.

Российская модель саморегулирования предполагает возможность существования нескольких саморегулируемых организаций, в каждой из индустрий их может быть не более трех. Такая множественность была законодательно закреплена для того, чтобы не ломать существовавшую на тот момент систему СРО, однако снижала качество саморегулирования.

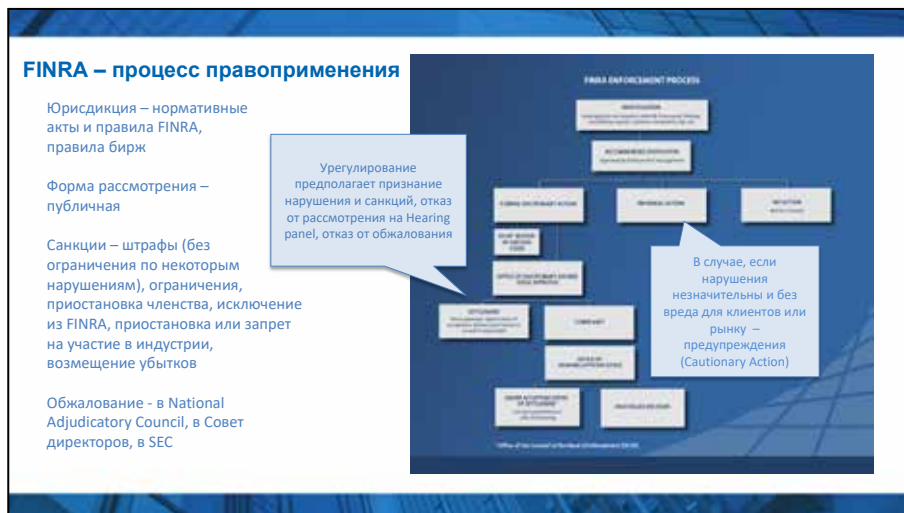
Что касается соотношения компетенции СРО и Банка России, то российский закон не устанавливает между ними четкие границы. Это дает возможность СРО расширять свое регулирование до тех пор, пока Центральный банк считает его удовлетворительным. Если же Банк России считает саморегулирование неэффективным, то он принимает свои собственные нормативные акты. Как руководитель СРО я считаю, что это является прекрасным стимулом эффективного саморегулирования. По факту же саморегулирование сфокусировано на поведенческих аспектах деятельности участников финансового рынка. При этом способом провести ту самую (отсутствующую в законе) границу между полномочиями Центрального банка и СРО, и, по существу, способом делегирования полномочий Центрального банка в пользу СРО являются базовые стандарты деятельности. Эти стандарты — продукт совместной работы Банка России и индустрии.

Контрольная юрисдикция также делится между Банком России и саморегулируемыми организациями, Банк России надзирает за соблюдением законов и нормативных актов, а саморегулируемые организации — за соблюдением базовых и внутренних стандартов.

Как работает саморегулирование в мире и в России

Приведу примеры.

Как я уже говорил, FINRA в какой-то степени является образцом для тех, кто строит модель «чистых» саморегулируемых организаций. Ее структура включает Совет управляющих, общей численностью 22 члена, 10 из которых





являются представителями индустрии. Совет формируется общим собранием, за своих представителей в Совете голосуют представители фирм соответствующих категорий. Кроме того, в Совет входят 11 публичных членов.

В правоприменительном периметре обращает на себя внимание фигура главного офицера по слушаниям (Chief Hearing Officer, CHO), который формирует панель по слушанию дела (Hearing Panel, HP), то есть, для рассмотрения конкретного дела. Панель формируется органом, обычно из трех членов (2 представителя индустрии и один сотрудник FINRA).

Правоприменительной юрисдикцией FINRA являются нормативные акты, собственные правила FINRA и, по соглашению с биржами, правила бирж.

Процедура разделяется на формальную и (в случае незначительности нарушения) неформальную, предполагающая выдачу предупреждений (Cautionary Action). Неформальная процедура впоследствии не фиксируется в специальных реестрах дисциплинарных мер.

Что же касается формальной процедуры, то здесь стоит обратить внимание на чрезвычайно важный механизм урегулирования, которым FINRA широко пользуется. Механизм урегулирования предполагает признание со стороны нарушителя: факта нарушения и санкций, которые могут быть на него наложены, отказ от рассмотрения этого нарушения на Hearing panel и отказ от дальнейшего обжалования. В противном случае дело рассматривается на Hearing panel.

По некоторым нарушениям штрафы, которые может накладывать FINRA, не ограничиваются. Еще одним инструментом FINRA является требование о возмещении убытков, по существу мера гражданско-правовой защиты.

Дисциплинарные решения FINRA могут обжаловаться в ее специальных органах, а также в SEC.

Очень похожей является регулятивная и правоприменительная структура CIRO. Общее собрание формирует

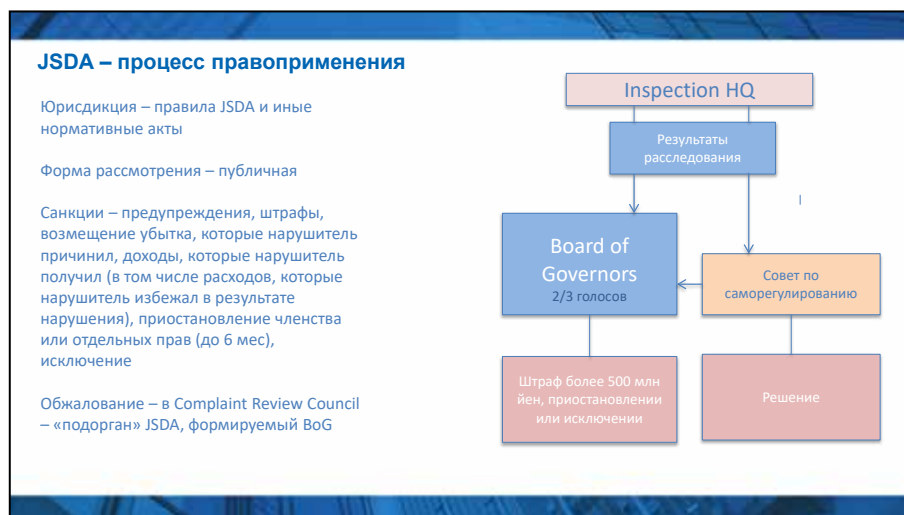
Совет директоров из 15 членов, 8 из которых — независимые. Как и в FINRA, совет выбирает единоличный исполнительный орган и утверждает правила. Национальный офицер по слушаниям (National Hearing Officer, NHO) является сотрудником CIRO, однако не обязательно должен являться сотрудником подразделения по правоприменению. В случае нарушения, NHO формирует Панель по слушаниям (Hearing panel, HP) минимум из 3 членов, один из которых является независимым членом, а двое — представителями индустрии. HP формируется из региональных комитетов по слушаниям в каждой из провинций.

Процесс правоприменения в CIRO предполагает возможность урегулирования путем заключения соглашения об урегулировании. Так же, как в случае с FINRA, соглашение предполагает признание нарушения, согласие с санкциями, которые могут быть на нарушителя наложены, отказ от рассмотрения и от обжалования в других органах.

Очень важно, что такое решение должно быть утверждено на Hearing panel. Поскольку HP может с решением согласиться, а может не согласиться — и продолжить рассмотрение дела, несмотря на соглашение об урегулировании, которого достигли подразделение по правоприменению и нарушитель.

Среди санкций, который могут быть наложены CIRO, стоит упомянуть штрафы и возмещение убытков до 5 млн долларов или в размере трехкратной суммы убытков (либо расходов, которых нарушитель избежал в результате нарушения).

Возмещение убытков является довольно важным и интересным элементом, который требует дальнейшего обсуждения применительно к российской системе регулирования. По своей сути это мера гражданско-правовой защиты, а не административной или дисциплинарной. Этой процедурой





Правоприменение – сравнение

	FINRA	CIRO	JSDA	НАУФОР
Юрисдикция – нормативные акты	+	+	+	-
Постоянно действующий орган	-	-	+	+
Открытая форма рассмотрения	+	+	+	-
Механизм урегулирования	+	+	-	-
Возмещение убытка	+	+	+	-
Обжалование в государственный орган	+	+	-	-

пользуются и FINRA, и CIRO, и некоторые другие «чистые» саморегулируемые организации. Возможность вменить возмещение убытков является важным элементом правоприменительных полномочий саморегулируемых организаций.

JSDA как организация — имеет несколько более сложную конструкцию. Как и все прочие до того упомянутые организации, она формирует Совет управляющих из 13 членов на общем собрании.

Однако в JSDA есть несколько категорий членства. Основное деление — на обычных и специальных членов. Обычные члены — это финансовые организации, специализирующиеся на осуществлении деятельности на финансовом рынке, а специальные члены — это банки, которые, помимо банковской, осуществляют иную деятельность на финансовом рынке.

Помимо Совета управляющих, в JSDA формируется Совет по саморегулированию. Этот совет формируется Советом управляющих и, пожалуй, именно ему принадлежат основные полномочия JSDA. Совет по саморегулированию и утверждает состав самой JSDA, и рассматривает нарушения членов JSDA.

Процесс правоприменения JSDA предполагает в общих случаях рассмотрение дела в Совете по саморегулированию. Совет отличается от органов по рассмотрению дел в FINRA и в CIRO, являясь постоянно действующим дисциплинарным органом. Он может принимать решения о наложении любых предусмотренных правилами JSDA санкций, кроме решения об исключении из JSDA и штрафов более 500 млн иен. Для принятия таких решений дело передается в Совет управляющих.

JSDA в своем арсенале мер дисциплинарной ответственности также имеет меру гражданско-правовой ответственности: возмещение ущерба, причиненного нарушением.

Перейдем к НАУФОР. Совет директоров НАУФОР (численность 33 члена) формируется общим собранием.

Совет директоров является главным органом НАУФОР по регулированию, именно он утверждает стандарты НАУФОР. В правоприменительном периметре он формирует дисциплинарный комитет и рассматривает жалобы на его решения. Остальные правоприменительные полномочия находятся в исполнительном периметре, включают в себя осуществление контроля специальным подразделением, которое курируется специальным вице-президентом, во взаимодействии с вице-президентом, курирующим соответствующую финансовую индустрию.

Процесс правоприменения в НАУФОР предполагает рассмотрение дел о нарушении в Дисциплинарном комитете, который формируется из сотрудников НАУФОР и представителей индустрии и является постоянно действующим органом.

Процедуры урегулирования в НАУФОР нет. Однако нарушитель (не важно, согласился ли с нарушением или нет) может быть освобожден от ответственности решением Дисциплинарного комитета, если к моменту рассмотрения дела он устранил нарушение. Это является одним из важных мотивов по устранению нарушений, допускаемых нашими членами, что обычно означает и урегулирование конфликта с пострадавшим клиентом.

Наиболее сильной из мер воздействия является решение об исключении из НАУФОР, однако оно относится к компетенции Совета директоров, который рассматривает его на основании рекомендации Дисциплинарного комитета.

Сравнивая основные черты правоприменения в саморегулируемых организациях разных стран, я бы хотел сделать пару выводов.

Я полагаю, что саморегулирование на российском финансовом рынке будет развиваться, в первую очередь, за счет совершенствования правоприменительных полномочий СРО. Здесь может быть, по мере развития отечественного саморегулирования, использован опыт «чистых» зарубежных СРО, по модели которых сконструированы российские.

Основным вызовом для НАУФОР (и вообще для саморегулируемых организаций) в настоящее время я считаю необходимость доказать способность не только устанавливать правила, но и контролировать их соблюдение, эффективно осуществлять делегированные СРО регулятивные полномочия Центрального банка.

Основным регулятивным методом, применяемым СРО финансового рынка (как при регулировании, так и при правоприменении) должен стать метод регулирования на основе принципов (PBR). Такое регулирование сфокусировано не на прописывании способов действий, а на установлении требований к результату действий. Поэтому его также часто называют «риск-ориентированным» или «ориентированным на результат» регулированием.

Для такого регулирования саморегулируемая организация адаптирована лучше, чем государственные органы. ■

ПРИМЕЧАНИЯ

¹ Карсон употребляет термин «pure». Здесь и далее используется классификация СРО, предложенная Д.Карсоном. См.: John Carson. Policy Research Working Paper, WB, 2011..

² Профессиональная ассоциация участников фондового рынка.

³ Федеральный закон 13 июля 2015 года №223-ФЗ «О саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка».