

Алексей Тимофеев  
президент НАУФОР

# Саморегулирование: общие положения

**МАТЕРИАЛЫ ЛЕКЦИИ, ПРОЧИТАННОЙ В ИНСТИТУТЕ КОМПЛАЕНСА И ЭТИКИ БИЗНЕСА  
ВЫСШЕЙ ШКОЛЫ ЭКОНОМИКИ**

Саморегулирование привносит в государственное регулирование добавленную стоимость, поскольку способно лучше применять регулирование, основанное на принципах. Однако развиваться такой формат будет только при условии, что СРО докажут способность осуществлять контроль за ним.

В каждой стране с развитым фондовым рынком есть официальный орган, выполняющий функции финансового регулятора. А что можно сказать насчет саморегулирования? Достаточно ли фондовому рынку целенаправленного регулирования со стороны государства? Или каждый из этих двух форматов имеет собственную ценность, а потому они могут и должны взаимодействовать?

Международная организация, объединяющая регуляторов рынка ценных бумаг, The International Organization of Securities Commissions (IOSCO), в своих Принципах эффективного регулирования<sup>1</sup> говорит о саморегулировании как «ценном дополнении к работе регулятора в достижении целей регулирования».

Из этой формулировки можно сделать два важных вывода.

Первый вывод: саморегулирование не является обязательным элементом регулятивной системы финансового рынка. Институт СРО состоялся далеко не во всех странах. А там, где саморегулируемые организации есть, они играют не совсем одинаковую роль.

Второй вывод: государственный регулятор и саморегулируемая организация стремятся к одним и тем же целям регулирования. В материалах Консультативного Комитета IOSCO по саморегулируемым организациям этот тезис раскрывается более подробно. Там говорится о том, что цели у государственного регулятора и саморегулируемой

организации в области финансового рынка одни и те же: это поддержание ряда важных рыночных параметров (добросовестность, справедливость, эффективность, прозрачность), уменьшение системных рисков, а также защита интересов инвесторов.

Если цели этих двух институций одинаковы, то каковы же функции саморегулирования? IOSCO дает следующее определение функций саморегулируемой организации (на мой взгляд, довольно широкое):

1) установление правил, выполнение которых является условием деятельности в какой-то значимой области на рынке ценных бумаг; или

2) установление и контроль соблюдения правил торговли, ведения бизнеса или квалификации для физических и юридических лиц; или

3) установление дисциплинарных правил и процедур, позволяющих накладывать дисциплинарные санкции в случае нарушения соответствующих процедур.

То есть, СРО — это организация, устанавливающая правила деятельности на финансовом рынке, контролирующая и наказывающая за их несоблюдение, или за несоблюдение правил, установленных другими органами.

А что говорит IOSCO о надлежащем использовании саморегулирования? Чтобы саморегулируемые организации действительно были полезными финансовому рынку, они должны отвечать следующим принципам:

1) реализовывать цели нормативных актов, своих собственных правил, следить за их соблюдением;

2) находиться под адекватным постоянным надзором регулятора;

3) увеличивать регулятивные ресурсы за счет своей экспертизы, знаний, которые присущи рынку;

4) использовать адекватные стандарты корпоративного управления, позволяющие управлять конфликтом интересов и предотвращать его.

### **Виды саморегулируемых организаций**

Джон Карсон<sup>2</sup> дает следующую классификацию саморегулируемых организаций на финансовом рынке, показывающую все их разнообразие.

#### **1. Биржи**

Первыми саморегулируемыми организациями были биржи: они устанавливали правила торгов, правила листинга, иногда — правила поведения своих членов и листингованных компаний (не только на торгах). Биржи до сих пор являются самым многочисленным видом СРО.

#### **2. Членские» (объединяющие операторов рынка), «независимые» или «чистые» СРО**

Их приоритетная задача — регулирование и контроль на финансовом рынке. Это не значит, что у них нет других задач (например, они могут также быть лоббистскими организациями), но их приоритетами являются регулирование и контроль. Это самые сильные саморегулируемые организации;

### **3. Индустриальные ассоциации**

Это преимущественно лоббистские организации. Их приоритетная задача — представлять интересы индустрии, а регулирование не является главной задачей. Кроме всего прочего, они могут быть сфокусированы на регулировании определенной услуги или продукта (как правило, не требующих одобрения со стороны государства). Это может быть стандартная документация операций РЕПО, деривативов и тому подобное.

#### **4. Центральные депозитории и клиринговые агентства**

Они также устанавливают правила для своих членов, но признание за ними роли СРО скорее историческое.

### **Тенденции**

Глобальной тенденцией в области регулирования финансового рынка является усиление роли государства. Саморегулирование постепенно ему уступает.

Но в России появление саморегулирования, наоборот, стало уступкой государства финансовому рынку (это не произошло, например, в адвокатуре и нотариате, которые даже в советское время сохранили начала саморегулирования). В любом случае, баланс между государственным регулированием и саморегулированием — это длительная история формирования доверия и поиска оптимального соотношения, в котором один формат дополняет другой.

Второй тенденцией является снижение роли бирж как саморегулируемых

организаций вследствие акционирования и коммерциализации (в этом случае говорят о демьючиализации). Конец 90-х – начало 2000-х ознаменовались тем, что биржи, прежде бывшие партнерскими организациями (которые состояли из участников торгов, извлекавших прибыль от работы на бирже), стали превращаться в АО (акционеры которых ставили задачу получения доходов от деятельности биржи как коммерческой организации).

По этому поводу высказывалась Европейская комиссия, выступая против того, чтобы биржи являлись СРО («с тех пор, как биржи являются коммерческими организациями, для них неприемлемо выполнять регулятивные функции»). Кроме того, биржи конкурируют с альтернативными торговыми системами, а последние не являются СРО. Правила бирж (а также центральных депозитариев и клиринговых агентов) носят операционный характер и тесно связаны с услугами, которые эти структуры оказывают; статус СРО не обязателен для того, чтобы эти операционные правила были обязательными.

Кроме названных, реализуется еще одна тенденция: увеличивается роль «чистых» СРО, а роль иных СРО — снижается. Тем не менее количественно «чистых» СРО пока меньше, чем «лоббистских».

### Роль СРО в различных регулятивных моделях

Давайте посмотрим на регулятивные модели финансовых рынков разных стран с точки зрения того, какую роль в их системе регулирования и надзора играют СРО. Таких моделей можно выделить пять.

1) Государственная модель, которая распространена в большинстве европейских стран. Саморегулирование в ней носит фрагментарный, второстепенный характер.

Интересный пример — Великобритания. Модель регулирования, действу-

ющая в Великобритании, отличается от моделей других стран, в которых действует та же самая англосаксонская правовая традиция. В Великобритании сильное саморегулирование уступило место регулированию государственно-му, вследствие драматического разочарования рынка в первом. А вот в других странах, имеющих англосаксонскую правовую традицию, саморегулирование успешно состоялось.

Менее странно, что эта модель действует в других европейских странах, там имеет место высокая государственная бюрократизация регулирования финансового рынка. Примерами являются Франция (AMAFI), Германия (VOB, BDB, DDV). Помимо Европы, сюда же относится регуляторная модель Бразилии (ANBIMA). Некоторые из этих стран параллельно имеют индустриальные ассоциации (о них ниже).

2) Модель с ограниченным использованием бирж предполагает, что регулятор признаёт биржи в качестве СРО, но эта их роль незначительна. Примерами являются Китай, Гонконг, Сингапур, Швеция, США (в части отношения к Нью-Йоркской фондовой бирже).

Здесь стоит заметить, что некоторые страны — например, США — используют сразу несколько моделей саморегулирования. В случае США это связано с тем, что за финансовый рынок отвечает несколько органов, они имеют разную позицию по отношению к регулированию тех сегментов, за которые отвечают. Соответственно, разной является и регулятивная модель. Финансовый рынок США подчиняется регулированию двух органов — SEC и CFTC, в компетенции SEC находится рынок ценных бумаг, у CFTC — рынок деривативов. SEC не уступает бирже так много полномочий, как CFTC.

В США одновременно реализована и модель с сильными биржами, и модель с «чистыми» СРО.

3) К странам, где реализована модель с сильными биржами, относятся Австралия, Япония, Малайзия, США (в отношении Чикагской товарной биржи).

4) К числу стран, где действует регулятивная модель с «чистыми» саморегулируемыми организациями, относятся США (FINRA и NFA), Канада (IIROC), Япония (JSDA), Южная Корея (KOFIA). Названные СРО являются членскими некоммерческими организациями, независимыми от рыночных операторов. Их главной миссией является регулирование и надзор на финансовом рынке.

5) Модель с индустриальными ассоциациями работает преимущественно в странах с государственной моделью.

### Достоинства и недостатки саморегулирования

Основное достоинство саморегулирования — его гибкость, возможность адаптировать регулятивные требования к быстро изменяющейся бизнес-среде. Далеко не везде с такими вызовами справляются государственные регуляторы. Достоинством саморегулирования является и высокая компетентность: представители рынка лучше, чем регулятор, понимают рыночные продукты.

Что очень важно, для СРО характерно также более щепетильное отношение к регулятивным расходам. Саморегулируемые организации реализуют принцип «cost effectiveness» или «более дешевого регулирования», благодаря которому способны максимизировать регулятивный эффект при меньших расходах.

Саморегулируемые организации могут быть трансграничными (как IIROC в Канаде) или даже международными (ICMA и ISDA).

Достоинством СРО является также консультативный характер правоприменения. Оно является общим правилом, поскольку осуществляется как бы в

отношении самих себя. В России (помимо консультативного) также действует принцип регулирования «на основе принципов», о котором я расскажу позже.

Саморегулирование имеет и ряд недостатков.

Наиболее очевидным недостатком считается конфликт интересов. На эту проблему всегда обращают внимание критики саморегулирования. Действительно, СРО вынуждена балансировать между интересами своих членов и интересами их клиентов.

Второй недостаток — риск негативного влияния на конкуренцию. Например, если СРО установит какие-то правила в интересах одних участников рынка во вред другим.

Но оба эти недостатка не являются ни непреодолимыми, ни драматическими. Они могут контролироваться государством через внедрение элементов управления конфликтом интересов и защиты конкуренции. Такой контроль реализуется посредством подчинения СРО регулятору, а также специальными корпоративными процедурами: требованием наличия независимых директоров, наделением отдельных органов контроля особыми полномочиями, привлечением к дисциплинарной ответственности.

Частым недостатком СРО является недофинансирование, который возникает, когда индустрия сама по себе слаба.

Наконец, в случаях, когда членство в СРО является обязательным, можно столкнуться с ситуацией «имитации саморегулирования». Возникают так называемые «СРО-парковки», которые позволяют компаниям формально в них числиться, хотя функции регулирования и контроля в отношении своих членов такие СРО не выполняют или выполняют слабо. С этой проблемой Россия столкнулась, например, в строительной отрасли, это очень сильно дискредитировало идею саморегулирования в целом.

Саморегулирование является живым институтом. Индустрия заинтересована работать на справедливом и понятном рынке, где недобросовестность отдельных участников не противоречит интересам индустрии в целом, не подрывает доверие к ней со стороны потребителей. Главным образом, по этой причине основной конфликт интересов в саморегулировании — конфликт между интересами членов СРО и интересами потребителей их услуг — не является драматическим.

Но разве государственное регулирование лишено недостатков? Недостатки присущи и этому формату. К ним можно отнести патернализм, безразличие к издержкам, которые несет индустрия для соблюдения регулятивных требований, а часто и недостаточную компетентность (особенно в отношении рыночных практик и продуктов).

Индустрия заинтересована в том, чтобы развивать саморегулирование, избегая при этом недостатков государственного регулирования и обеспечивая такую эффективность саморегулирования, которая не вызвала бы у государства необходимости вмешиваться.

## История саморегулирования

### США

Примером исключительно сильного саморегулирования сегодня являются США. Биржи в США являлись саморегулируемыми организациями с XIX века. После финансового кризиса 1929 года был принят закон о биржах (Securities Exchange Act) и создан государственный орган (SEC), ответственный за регулирование и контроль на финансовом рынке. Он ведет надзор за биржами.

Внебиржевой рынок долгое время оставался в юрисдикции саморегулируемых организаций; в 1938 году поправками в закон о биржах (Maloney Act) было предусмотрено создание СРО, ответ-

ственной за внебиржевой рынок. Ей стала национальная ассоциация NASD. В 1964 году полномочия комиссии SEC были распространены и на внебиржевой рынок: в ее юрисдикцию перешла NASD.

В 2007 году произошла консолидация NASD и регулятивного подразделения Нью-Йоркской фондовой биржи (вследствие коммерциализации NYSE). В результате появилась FINRA, которая (наравне с NFA, работающей на деривативном рынке) является саморегулируемой организацией на американском рынке ценных бумаг.

FINRA и NFA подчиняются разным регуляторам (соответственно SEC и CFTC), что обуславливает разную роль этих СРО.

Членство в FINRA для брокеров-дилеров обязательно, она (как и NFA) финансируется индустрией, а полномочия у нее самые широкие из всех СРО. В юрисдикции FINRA находятся не только правила поведения, но и финансовые требования к членам, она занимается третейским рассмотрением споров своих членов и их клиентов. FINRA получает свой статус от SEC, отчитывается перед ней, подчиняется ее проверкам. SEC может отменить стандарты FINRA.

### Канада

По американскому пути идет Канада. Единого федерального органа, ответственного за весь канадский рынок, в Канаде нет. Но работает саморегулируемая организация IIROC, общая для всей Канады. Эта СРО была создана в 2008 году на базе двух структур — Dealers Association of Canada (с 1916 до 2006 года — торговая ассоциация, с 1990-х — СРО) и Market Regulation Service Inc (с 2022 года — регулятивное подразделение биржи TSX).

«Панканадская» саморегулируемая организация IIROC объединяет дилеров (в Канаде они также являются брокерами) на основании обязательного членства. Особенностью IIROC является

ся сопоставимая с государственными регуляторами влияние.

Кроме нее, саморегулируемой организацией является биржа Торонто.

### Великобритания

В Великобритании до 1986 года на финансовом рынке работало только саморегулирование, которое осуществляла Лондонская фондовая биржа (LSE). В 1986 году появился государственный регулятор — SIB. А также несколько саморегулируемых организаций: TSA (ценные бумаги), FIMBRA (посредники, управляющие и брокеры), AFBD (брокеры и дилеры фьючерсного рынка), IMRO (управляющие компании), LAUTRO (страхование жизни и трасты).

Проблемой стало то, что членство в СРО и их полномочия дублировались, дублировались даже полномочия между ними и SIB. Чтобы вести деятельность на финансовом рынке, нужно было быть членом одной из СРО или получить лицензию от SIB.

Когда в 1992-м году произошло банкротство Mirror Group, повлекшее потерю сотен миллионов фунтов пенсионных средств, было признано, что контроль SIB за IMRO оказался недостаточным. Сразу после этого произошел крах банка Barrings из-за операций на срочном рынке трейдера Ника Лисона (работал в сингапурском офисе). Этот крах еще больше усугубил критику существующей регулятивной системы.

Вследствие совокупности названных событий Великобритания отказалась от саморегулирования. В 2000 году был принят Financial Services and Markets Act (FISMA), предусматривавший создание государственного регулятора. В декабре 2001 года на основании этого решения был создан регулятор Financial Services Authority (FSA): независимый от правительства орган в статусе компании с ограниченной ответственностью, финанси-

руемый индустрией. Все СРО передали ему свои функции на основании специальных соглашений. Таким образом, FSA стала государственной контролирующей структурой, ведущей надзор за всеми финансовыми, инвестиционными, банковскими и страховыми компаниями.

Госле банковского кризиса 2007-2008 годов было принято решение о реформировании и этой структуры. В результате реформы (которую называют реформой «twin peaks», двойной вершины) в 2013 году на финансовом рынке Великобритании появились две регулирующие структуры: 1) служба Financial Conduct Authority (FCA), контролирующая финансовую деятельность на биржевом рынке и инвестиции; 2) PRA, которая занимается анализом финансовых рисков. FCA — компания с ограниченной ответственностью, независимая от правительства, формируемая Банком Англии и Казначейством, финансирующаяся индустрией.

### Германия и Франция

Опыт Германии и Франции — это опыт индустриальных ассоциаций, фрагментарных с точки зрения ответственности и второстепенных с точки зрения регулятивного процесса.

Германский регулятор BAFIN финансируется индустрией, хотя у него нет тех элементов саморегулирования, которые были у регулятора Великобритании. В качестве СРО действуют две банковские ассоциации-лоббисты (в Германии на фондовом рынке работают только банки), VOB и BDB. Есть также ассоциации, отвечающие за взаимодействие членов индустрии друг с другом и с потребителями в определенной сфере. Такова, например, DDV — деривативная ассоциация, отвечающая за реализацию Кодекса добросовестности на рынке структурных продуктов.

Во Франции ситуация похожа на немецкую. Крупнейшей СРО является AMAFI. Эта СРО выполняет лоббистские, а также фрагментарные функции, наиболее полезная из них — выработка рекомендаций по применению нормативных актов АМФ.

### Япония

Япония является примером американской модели. С 1949 года там была образована JSDJA, которая в 1973 году превратилась в дилерско-брокерскую «чистую» СРО JSDA.

Отличием японской СРО от американских является то, что членство в ней необязательно, но все компании, осуществляющие деятельность на финансовом рынке, являются ее членами. В Японии есть еще несколько СРО, аналогичных JSDA в своих отраслях: JITA, FFA, JIAA.

Токийская и Осакая биржи также являются саморегулируемыми организациями.

### Россия

Новейшая история российского саморегулирования на финансовом рынке началась с создания в 1994-1996 годах нескольких СРО:

- ПАУФОР (Профессиональная ассоциация участников фондового рынка), которая была автором правил торговли на бирже РТС;
- ПАРТАД (Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев);
- НАУРАГ (Национальная ассоциация участников рынка ценных бумаг), которая стала автором Кодекса поведения на рынке госбумаг;
- ВСС (Всероссийский союз страховщиков).

Эти СРО впоследствии стали «чистыми», но появились и «индустриальные» СРО: Ассоциация региональных банков, созданная в 1990 году, и Ассоциация российских банков, созданная в 1991 году.

В 1996 году Указом Президента РФ была утверждена концепция рынка ценных бумаг, которая сделала членство в СРО обязательным. Вследствие этого на базе ПАУФОР была создана Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР), а на базе НАУРАГ — Национальная фондовая ассоциация (НФА). Причем для членства в НФА была дополнительная причина: без членства в этой СРО (в соответствии с нормативным актом Банка России) нельзя было осуществлять операции на рынке ГКО.

В 1998 году подход «двух ключей» (лицензирование в Федеральной Комиссии по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) и обязательное членство в СРО) было закреплено в Постановлении ФКЦБ №22 от 03.06.98: в пакет документов для получения лицензии должно было входить ходатайство от одной из СРО, а исключение из СРО являлось основанием для аннулирования лицензии.

В 2000 году был принят Указ Президента РФ №1756, который отменил обязательное членство в СРО. Главой ФКЦБ в этот момент бы Игорь Костиков, который считал саморегулируемые организации «картелями», и президент его в этом мнении поддержал. Тем не менее, в том же году появилась еще одна СРО — Национальная ассоциация пенсионных фондов (НАПФ).

В 2007 году было создано еще одно СРО — Национальная лига управляющих (НЛУ), объединившая управляющих компаний ПИФ и НПФ.

В том же 2007 году был принят закон о саморегулировании. Этот закон не распространялся на СРО, которые работали на финансовом рынке. Здесь я хочу отдать дань автору этого закона и идеологу саморегулирования — председателю комитета Госдумы РФ по собственности Виктору Плескачевскому.

Закон был принят на фоне административной реформы и отражал процесс

дерегулирования, который предполагал либо отмену некоторых государственных функций, либо передачу ряда функций госорганов саморегулируемым организациям.

Помимо идеологии «дерегулирования» (в отличие от идеологии «сорегулирования»), закон не подходил для финансового рынка и потому, что предполагал коллективную ответственность членов СРО перед потребителями. На финансовом рынке, где предполагалось создание специального компенсационного фонда, коллективная ответственность по «закону Плескачевского» была бы излишней.

Закон о СРО на финансовом рынке появился только в 2015 году (Федеральный Закон №223 «О саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка») как часть реформы всей системы регулирования и надзора на финансовом рынке, результатом которой стало создания мегарегулятора. Закон отражает концепцию сорегулирования и подчинения СРО Банку России; он распространяется на 17 видов деятельности на финансовом рынке.

Под саморегулированием в сфере финансового рынка понимается самостоятельная и инициативная деятельность, которая осуществляется финансовыми организациями. Содержанием этой деятельности является разработка стандартов такой деятельности и контроль за их соблюдением.

В 2015 году произошло присоединение индустриальной ассоциации «Национальная валютная ассоциация» к НФА. НВА отвечала за расчет индикаторов межбанковского рынка и являлась одним из трех (вместе с НАУФОР и АРБ) разработчиков Стандартной документации для внебиржевых деривативов. В 2016 году в результате выделения из НАПФ возникла Ассоциация негосударственных пенсионных фондов (АНПФ).

В 2018 году НЛУ присоединилась к НАУФОР.

В 2020 году статус СРО для инвестиционных советников получила АМИКС, третья СРО, имеющая такой статус (помимо НАУФОР и НФА).

## Основные черты российского саморегулирования

В настоящее время в России действуют 16 «чистых» СРО.

- НАУФОР, НФА и АМИКС — профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг (АМИКС — только в части инвестиционных советников);
- НАУФОР — коллективные инвестиции;
- НАПФ и АНПФ — в части негосударственных пенсионных фондов;
- ВСС и АПСБ — страховщики и страховые брокеры;
- АФД — форекс-дилеры;
- Лад, Единство, Выбор — сельскохозяйственные, кредитные и потребительские кооперативы;
- НП Мир, Альянс — микрофинансовые организации.

А также работают 3 индустриальные ассоциации: АБР; АРБ и ПАРТАД (ранее бывшая «чистой» СРО).

Индустриальные СРО представляют интересы своих членов, они ответственны за методические материалы, связанные с деятельностью членов, либо участвуют в администрировании стандартной документации.

Дискуссия о появлении «чистых» СРО на банковском рынке идет, и пока трудно сказать, чем она закончится. Однако есть основания считать, что одна из банковских ассоциаций может стать СРО. Далее речь идет о «чистых» СРО.

Чертой российского регулирования является концепция «двух ключей» к финансовому рынку: для того, чтобы осуществлять один из 17 видов деятельности на финансовом рынке, недостаточно лицензии Банка России, необходимо быть также членом одной из профильных СРО.

Еще одно особенностью российской модели является «множественность» СРО (в каждом виде деятельности их может быть до трех, в каждой СРО — не менее 26% от количества компаний данной индустрии).

СРО в сфере финансового рынка подчинены Банку России.

Чрезвычайно интересным является решение о сорегулировании, предусмотренное 223-ФЗ. Общей юрисдикцией и Банка России, и СРО является поведение финансовых организаций, то есть их взаимодействие с клиентами.

Внутри общей юрисдикции границы между юрисдикциями Банка России и СРО отсутствуют. Это достоинство, так как дает возможность СРО регулировать любые отношения, связанные с поведением своих членов. Если Банк России будет удовлетворен регулированием СРО, у него не будет мотивов предлагать собственное регулирование. И наоборот, если СРО не будет справляться, то отношения могут быть урегулированы Банком России. Отсутствие границы между юрисдикциями СРО и Банка России — одновременно и недостаток: нестабильность регулирования затрудняет для СРО разработку правил и выстраивание контрольного механизма.

Своего рода «демаркационной линией» являются Базовые стандарты, которые были предусмотрены законом 223-ФЗ, чтобы исключить регуляторный арбитраж (который мог бы возникнуть из-за множественности СРО в одной и той же индустрии). Однако базовые стандарты стали формой делегирования регулирования от Банка России к саморегулируемым организациям.

Кроме базовых стандартов, СРО могут принимать собственные внутренние стандарты.

Контрольная юрисдикция между Банком России и СРО делится так: Банк России контролирует соблюдение законов и нормативных актов, а СРО —

соблюдение базовых и внутренних стандартов. Банк России не проводит проверок стандартов, но если в ходе проверок находит их нарушения, то сообщает об этом соответствующей СРО. В свою очередь, СРО не контролирует соблюдение государственных нормативных актов, но, обнаружив признаки их нарушения при осуществлении контроля в своей части, сообщает об этом Банку России.

### Регулирование на основе принципов и регулирование на основе правил

Вопрос о регулировании на основе принципов (PBR) особенно актуален для финансового рынка. 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.

Граница между регулированием на основе принципов и регулированием на основе правил (RBR) не всегда ясна. Чем абстрактнее правила, тем большее значение имеет их толкование, тем больше эти правила похожи на принципы. И наоборот.

Основные достоинства и недостатки правил и принципов теоретически известны. Правила более определенны, но более жестки, не чувствительны к конкретным обстоятельствам. Кроме того, их можно обходить.

Принципы более гибки и чувствительны к контексту, они более справедливы и обойти их нельзя. Но принципы могут оставлять большую свободу в толковании, что создает риск произвола регулятора. Кроме того, регулирование на основе принципов является серьезным вызовом для комплаенс-служб и может привести не к гибкой, а, наоборот, к очень консервативной комплаенс-системе в конкретной компании.

Системы, построенной только на правилах или только на принципах, не существует. Финансовый рынок требует гибкости, иначе регулятивный подход превращается в разрешительный: что не разрешено, то запрещено. Кроме того, может возникнуть «регуляторная горячка», когда регулятор, чтобы успеть за быстрыми изменениями на финансовом рынке, должен постоянно менять свои нормативные акты, создавая тем самым невыносимые условия для индустрии. Но регулирование только на основании принципов также создало бы слишком большую неопределенность.

В новейшей истории финансового рынка дискуссия о регулировании на основе принципов и правил обострилась в 2003 году, когда новый подход к регулированию объявила британская FSA<sup>4</sup>. «Наша система регулирования на основе принципов и регулирования, основанного на рисках, обеспечивает нашим финансовым услугам большое конкурентное преимущество и является лучшей в мире»<sup>5</sup>.

Подход FSA к этому вопросу выразился в том, что появились 11 принципов (Principles of Business, PRIN) деятельности финансовых фирм.

Эти принципы абстрактны, как и положено принципам (взять хотя бы первый из них, Integrity), но нарушение любого из них влечет ответственность со стороны FSA.

Позже так же поступила Канада: канадский регулятор IIROC утвердил правило 1402, постаравшись реализовать регулирование на основе принципов, отражающих этические стандарты поведения его членов. Для тех, кто изучает вопрос о регулировании финансового рынка на основе принципов, наиболее интересна дискуссия о новых правилах в законодательстве Британской Колумбии.

В США в 2002 году, вследствие выявления манипулирования отчетностью в компании Enron, в 2001 году был принят Закон Сорбейнза-Оксли, оказавшийся

для финансового рынка тяжелой регулятивной нагрузкой.

В 2005 году в Oxera study было зафиксировано: «Регуляторная среда — второй по важности фактор для конкуренции финансовых центров (первым названа доступность профессионального персонала). В этом документе отмечается, что регулятивную среду Нью-Йорка невыгодно отличают от Лондона два пункта: во-первых, «слишком много регулирующих органов и недостаточное взаимодействие между ними», во-вторых, «регуляторная философия FSA более гибкая, она основана на принципах, в отличие от предписывающего, основанного на правилах подхода SEC».

В 2006 году объем IPO в США упал до 16% от объема глобального IPO по сравнению с долей в 57%, которую американский рынок прочно удерживал до принятия Закона Сорбейнза-Оксли. Это вызвало в США дискуссию об избыточной регулятивной нагрузке и целесообразности усиления регулирования на основе принципов.

Американское регулирование было оценено как очевидно уступающее конкурентному лондонскому, где удалось на базе принципов обеспечить защиту интересов инвесторов, — эффективно, без излишних расходов, за счет большей гибкости регулирования.

В 2006 году авторитетная американская научно-практическая организация CSMR (Комитет по регулированию рынков капитала) констатировала: «Смещение регулятивной интенсивности привело к потере конкурентоспособности финансового рынка США. Лидирующая позиция Лондона как финансового центра сохранилась вследствие того, что там была обеспечена защита инвесторов посредством хорошо прописанных, эффективных законов, применяемых надлежаще и без лишних расходов. «SEC и CPO должны одобрить правила, в большей степени основанные на принципах...», «предписывающие правила должны быть изменены, стать более гибкими,

## Principles-based regulation (PBR) и Rules-based regulation (RBR)

- Классический пример - правило: «не превышать 90 км/ч», принцип: «вести не быстрее, чем это благоразумно с учетом всех обстоятельств»;
- Граница между PBR и RBR не всегда ясна — чем абстрактнее правило, чем большее значение для его применения имеет толкование, тем более оно похоже на принцип. В крайней форме PBR — регулирование на основе этических принципов, нарушение которых предполагает юридическую ответственность;
- Принципы vs правил: Правила в целом более детальны и определены, но могут быть жесткими и косными, а также нечувствительны к конкретным обстоятельствам. Они также могут «обойтись»; Принципы более гибкие, более чувствительны к контексту, потенциально более справедливы, их невозможно обойти, но могут быть неопределенны, непредсказуемы, сложны в толковании, а также могут провоцировать произвол регулятора ... сложны для комплаинс-офицеров и могут привести к консервативной комплаинс-системе

## PBR и RBR — комбинация

- Нет системы целиком основанной на регулировании на основе правил или принципов:
  - С одной стороны, нужны принципы:
    - 1) нельзя все отношения регулировать с детальностью - финансовый рынок требует гибкости для того, чтобы предлагать разные и новые услуги и продукты (иначе - разрешительный подход, ригоризм и «регуляторная горячка»);
    - 2) нельзя избежать абстрактных правил, то есть правил-принципов, где важным является толкование;
    - 3) нельзя оставить пробелы между правилами;
  - С другой стороны, нужны конкретные правила:
    - 1) многие отношения могут регулироваться конкретными и детальными правилами;
    - 2) регулирование только на основе принципов создало бы чрезмерную неопределенность регулирования и риск произвола правоприменителя.

## PBR (FSA-FCA Handbook) - Principles of Business (PRIN)

1. Integrity — A firm must conduct its business with integrity.
2. Skill, care and diligence — A firm must conduct its business with due skill, care and diligence.
3. Management and control — A firm must take reasonable care to organise and control its affairs responsibly and effectively, with adequate risk management systems.
4. Financial prudence — A firm must maintain adequate financial resources.
5. Market conduct — A firm must observe proper standards of market conduct.
6. Customers' interests — A firm must pay due regard to the interests of its customers and treat them fairly.
7. Communications with clients — A firm must pay due regard to the information needs of its clients and communicate information to them in a way which is clear, fair and not misleading.
8. Conflicts of interest — A firm must manage conflicts of interest fairly, both between itself and its customers and between a customer and another client.
9. Customers: relationships of trust — A firm must take reasonable care to ensure the suitability of its advice and discretionary decisions for any customer who is entitled to rely upon its judgement.
10. Clients' assets — A firm must arrange adequate protection for clients' assets when it is responsible for them.
11. Relations with regulators — A firm must deal with its regulators in an open and co-operative way and must disclose to the FCA anything relating to the firm of which the FCA would reasonably expect notice.

более ориентированными на результат, чем на процесс. Регулирование и надзор должны быть риск-ориентированными и основанными на принципах»

В 2007 году Майкл Блумберг и секретарь Казначейства Пол Холсон предложили американским участникам перейти к британскому, более гибкому подходу, чтобы сохранить глобальную конкурентоспособность финансового рынка США. Лишь много позже, в 2020 году, SEC ввела регулирование S-K (раскрытие информации эмитентами), более основанное на принципах.

#### Российский рынок

Регулирование на основе принципов не является необычным для российского финансового рынка. Приведу два примера регулирования близких по сути отношений, одно из которых осуществляется на основе принципов (suitability), а второе — на основе правил. Эти примеры касаются инвестиционного профилирования (регулирование на основе принципов) и брокерского тестирования (регулирование на основе правил). (Инвестиционное профилирование — это оценка инвестора с точки зрения того, какие финансовые инструменты ему подходят, исходя из его личных и финансовых обстоятельств, знаний и опыта в области инвестирования. Инвестиционное профилирование проводится управляющими и инвестиционными советниками).

Одним из примеров государственного регулирования на основе принципов (suitability) является Положение Банка России №482-П (от 3 августа 2015 года). Оно мало отличается от европейских директив. В документе говорится: «Инвестиционный профиль клиента-физического лица определяется управляющим, в том числе, исходя из следующих сведений... об опыте и знаниях физического лица в области инвестирования» (п.1.4).

На основании этого положения разработан Базовый стандарт по управле-

нию ценными бумагами, который также является примером регулирования на основе принципов.

Еще одним примером регулирования на основе принципов являются документы по инвестиционному консультированию: 1) Указание Банка России N5014-У (от 17 декабря 2018 года) и 2) Базовый стандарт по инвестиционному консультированию. Указание предполагает получение сведений об образовании клиента, а Базовый стандарт (п.2.3) — получение «сведений об опыте и знаниях физического лица в области инвестирования (например, виды услуг, сделок, финансовых инструментов, объем, частота сделок, период, за который такие сделки совершались, опыт работы клиента в организациях, осуществляющих такие услуги и сделки).

В обоих случаях требования прописаны в стандартах, контроль за соблюдением которых лежит в юрисдикции НАУФОР как саморегулируемой организации. НАУФОР недавно опубликовала «Обзор практики по контролю за соблюдением требований базовых и внутренних стандартов при определении инвестиционного профиля клиента»<sup>3</sup>, который служит примером контрольной практики, основанной на принципах. В нем видно, как принципы превращаются в конкретные требования, в соответствии с которыми оценивается деятельность советников и управляющих и за нарушение которых НАУФОР наказывает. В этом обзоре в полной мере воплощен подход к регулированию на основе принципов. Он состоит в оценке результата, который должен быть достигнут через соблюдение нормы-принципа и позволяет преодолеть неопределенность нормы. Приведу пример: «В некоторых случаях информация об опыте и знаниях в области инвестирования запрашивается у физического лица в форме, не позволяющей оценить полученный ответ для целей определения инвестиционного портфеля... Рекомендуем управляющим и инвестиционным советникам запрашивать у клиента информацию о наличии у него знаний в

области инвестирования, а также об опыте работы с конкретными видами инвестиций (с указанием, по крайней мере, срока и видов финансовых инструментов) либо с конкретными услугами финансовой индустрии (брокерское обслуживание, доверительное управление, инвестиционное консультирование). К информации о знаниях в области инвестирования может быть приравнена информация об образовании, в случае, если такое образование непосредственно связано с экономикой и финансами. Не буду останавливаться на этом подробнее, советую изучить сам обзор.

Иначе происходит в случае appropriateness, регулирования на основе правил. Примером такого подхода может служить процедура брокерского тестирования (оно проводится как условие возможности совершения неквалифицированным инвестором сложных операций). Брокер должен выяснить, каковы знания и опыт клиента в области инвестирования. Примерно то же самое должны выяснять управляющие и инвестиционные советники при инвестиционном профилировании. Однако в случае брокерского тестирования использовано регулирование на основе правил: в базовом стандарте защиты прав и интересов инвесторов утвержден конкретный список вопросов для такого тестирования. Мне такой путь кажется тупиковым, хотя и рациональным на первом этапе — этапе внедрения процедуры брокерского тестирования. Гораздо более правильным был бы подход, использованный для инвестиционного профилирования. Зато в ближайшей перспективе мы сможем сравнить, какой из подходов эффективней.

Еще один пример регулирования на основе принципов заложен в стандарте НАУФОР «Требования к взаимодействию с физлицами при предложении финансовых инструментов». Стандарт запрещает навязывание инструментов, требует надлежащего информирования

о финансовом инструменте, используя принцип добросовестности.

Абстрактные формулировки-принципы отдают на усмотрение НАУФОР как правоприменителя решение, учитывающее множество обстоятельств и деталей ситуации. И мы уже применяем в нашей контрольной практике конкретные выводы, основанные на сформулированных в стандарте принципах.

Как пример могу привести разграничение навязывания и структурирования. Так, продажа вклада вместе с паями ПИФа, на наш взгляд, является структурированием, поскольку комбинация этих операций дает клиенту условия лучше, чем совершение лишь одной операции. Результатом такой продажи становится появление новой услуги или финансового инструмента. А вот продажа банковского вклада вместе с брокерским счетом является навязыванием, поскольку эти услуги могут предлагаться по отдельности. Их совместная продажа не дает клиенту лучших условий или новой услуги.

Другим примером ущемления интересов клиента является практика вывода средств с брокерского счета только через счет в банке того же брокера. Это ущемление, а значит, нарушение стандарта.

Итак, регулирование на основе принципов действует. Но для применения принципов нужно хорошее знание бизнес-практики, финансовых продуктов и рынков, понимание контекста. Все эти компетенции присущи саморегулированию, что делает СРО лучшим институтом для регулирования на основе принципов. Очень важно, что регулирование опирается на правоприменение, уступая правоприменителю основную работу по регулированию.

#### Правоприменение НАУФОР

В качестве наглядного примера стоит рассмотреть такой этап правоприменительной процедуры НАУФОР, как надзорная встреча. На надзорной встрече сотрудники НАУФОР обсуж-

#### Саморегулирование и PBR – правоприменение (НАУФОР)

- 1) проверка – плановая (раз в 5 лет) или внеплановая (инициатива НАУФОР, в том числе контрольная закупка или жалоба);
- 2) составление и направление акта в организацию;
- 3) надзорная встреча – обсуждение акта с организацией;
- 4) Дисциплинарный комитет (большинство, чтобы в случае отвода представителей индустрии Комитет мог состояться, – сотрудники НАУФОР, остальные – представители индустрии):
  - (1) решение о привлечении к ответственности (предупреждение, предписание об устранении, штраф (до 1 млн руб), вынесение на Совет директоров предложения об исключении из НАУФОР); либо
  - (2) в случае исправления нарушения или несогласия Дисциплинарного комитета – освобождение от ответственности;
  - (3) обжалование в Совет директоров (комитет по обжалованию (три члена совета директоров) рассматривает жалобу и рекомендует Совету директоров оставить прежним, отменить или изменить решение Дисциплинарного комитета

#### Саморегулирование и PBR на российском финансовом рынке – выводы

- Комбинация PBR и RBR, больше PBR в государственном регулировании, СРО – преимущественно PBR;
- Больше саморегулирования – как регулирования со своим предметом, но методом: доверие как со стороны государства – делегирование, так и со стороны индустрии;
- Развитие СРО: больше вовлеченность сообщества в разработку правил и принципов – публикация проектов стандартов, обзоров контрольной практики и их обсуждение, компетентный и представительный Дисциплинарный комитет, введение в него представителей инвесторов, обжалование в совет директоров СРО;
- Раскрытие информации о дисциплинарных решениях, в том числе мотивах решений
- Образование – культура применения PBR и поддержка саморегулирования со стороны индустрии

дают с сотрудниками проверяемой компании акт проверки деятельности этой компании; именно здесь обсуждается толкование норм и принципов, которые этой компанией были, с точки зрения НАУФОР, нарушены. Именно на надзорной встрече мы часто спорим о смысле норм и принципов, договариваемся о том, что компания должна устранить нарушения и о том, как именно она может это сделать. Дисциплинарный комитет освобождает компанию от ответственности, если она устраняет нарушение или дает ей срок для устранения. Стремление компании избежать наказания — основа консультативного контроля на основе принципов.

Очень важно, что Дисциплинарный комитет почти наполовину состоит из представителей индустрии: они хорошо знают практику и понимают контекст в чем-то лучше, чем инспектор НАУФОР. Они могут не согласиться с выводами инспектора и освободить компанию от ответственности, хотя это случается редко. В случае, если нарушитель не устраняет нарушение, он привлекается к ответственности. Для членов НАУФОР действуют самые высокие из всех СРО штрафы (до 1 млн руб), однако это скорее угроза, которая мотивирует компанию устранить нарушение. Штраф накладывается, если компания отказывается устранить нарушение.

Другая причина для штрафа — неисправимость нарушения, имеющая место при рассмотрении жалобы. Стоит заметить, что контрольный процесс в НАУФОР на основании жалобы обычно создает условия для урегулирования конфликта между компанией и ее клиентом, подавшим жалобу. Иногда жалоба отзывается или в НАУФОР направляется информация об урегулировании конфликта. Это также является основанием для освобождения от ответственности или снижения меры наказания.

Решение дисциплинарного комитета может быть обжаловано в Совете директоров Национальной ассоциа-

ции; этот орган является последней инстанцией при рассмотрении нарушения. В НАУФОР создан специальный комитет по обжалованию решений Дисциплинарного комитета, в который входят три директора, один из них — независимый. Комитет рекомендует Совету директоров либо отказать в обжаловании, либо отменить решение Дисциплинарного комитета, либо уменьшить санкцию. Иногда дискуссия разгорается и на самом Совете директоров.

Для НАУФОР очень важно, во-первых, дать компаниям-членам уверенность в том, что их наказание может быть обжаловано и будет рассмотрено не только компетентными специалистами, но и советом директоров НАУФОР, — то есть, людьми, которые способны видеть место конкретного нарушения в общей картине рынка и оценить его значение для индустрии в целом. Важно, во-вторых, вовлечь Совет директоров в контрольный процесс, давая топ-менеджерам индустрии возможность понять, что именно делает НАУФОР в сфере контроля, обсуждая подходы и тем самым обеспечивая легитимность регулирования на основе принципов.

Члены Совета директоров должны видеть связь между правилами стандартов, которые они утверждают, и контролем за этими правилами; должны доверять контролю, утверждая правила-принципы.

## Выводы

В регулировании финансового рынка сохранится комбинация регулирования на основе правил и регулирования на основе принципов, при этом доля регулирования на основе принципов будет увеличиваться. Саморегулирование будет строиться преимущественно как регулирование на основе принципов.

Саморегулирование имеет все перспективы для развития и привносит в государственное регулирование добавленную стоимость: саморегулирование лучше умеет применять регулирова-

ние, основанное на принципах. Однако развиваться саморегулирование будет только при том условии, что саморегулируемые организации докажут способность осуществлять контроль за ним. Следствием этого развития будет доверие — и со стороны индустрии (заинтересованной в компетентном регулировании и консультативном контроле), и со стороны государства (которое сможет делегировать СРО больше полномочий).

Но чтобы СРО развивались, необходима большая вовлеченность в регулятивный процесс и индустрии, и инвесторов. Вовлеченность должна реализоваться путем участия в обсуждении правил и процедур контроля СРО (следует своевременно начать публикацию решений с мотивировочной частью), путем развития дисциплинарных органов, введения в них представителей инвесторов.

Все это должно создать традицию регулирования на основе принципов, одним из основных институтов которого и должны стать саморегулируемые организации.

## Примечания

<sup>1</sup> <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>

<sup>2</sup> John Carson. Self Regulation in Securities Markets. Policy Research Working Paper. — WB, 2011

<sup>3</sup> <http://naufor.ru/tree.asp?n=22132>

<sup>4</sup> Financial Services Authority Consultation Paper. № 185, The CIS Sourcebook. A new approach. — London, 2003).

<sup>5</sup> Economic Secretary to the U.K. Treasury. — Ed Balls, 2003). □