

РЕФОРМА ФИНАНСОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ В США: РАБОТА НАД ОШИБКАМИ

Автор: Т. В. Евдокимова

УДК 336

НИУ-ВШЭ, Москва

В статье анализируются основные изменения в сфере финансового регулирования в США после принятия закона Додда - Фрэнка в июле 2010 г. Делается вывод о смене в результате финансового кризиса 2007 - 2009 гг. доминирующей системы взглядов на необходимость регулирования финансового сектора. В статье содержатся гипотезы о основных направлениях влияния проводимой реформы на экономику США в целом.

Ключевые слова: закон Додда - Фрэнка, реформа финансового сектора в США, финансовое регулирование.

Этапы финансового регулирования в США в XX веке

Поступательное развитие финансового сектора США неоднократно прерывалось кризисами, "указывавшими" на необходимость пересмотра существовавшей на тот момент системы регулирования: Как правило, кризисным явлениям предшествовали периоды "дефицита регулирования", последовательно ослаблявшие установленные ранее правовые рамки функционирования финансовых институтов. Именно вследствие недостаточно жёсткого регулирования финансовый сектор из посредника, призванного обслуживать сектор реального производства, постепенно превратился в самостоятельный, доминирующий сегмент экономики США, не подчинённый потребностям остальной экономики.

В новейшей финансовой истории США можно выделить четыре эпизода ужесточения финансового регулирования, направленного на устранение дисбалансов, возникавших в финансовом секторе: (1) создание Федеральной резервной системы в 1913 г., (2) принятие системообразующих законов в финансовой сфере в 1930-е годы, (3) повышение требований к качеству финансовой отчётности в рамках закона Сарбейнса - Оксли 2002 г. и, наконец, (4) текущую реформу финансового сектора США.

Банковская паника 1907 г., вызвавшая дефицит ликвидности в банковской системе, привела к созданию в 1913 г. Федеральной резервной системы (ФРС). Появление кредитора последней инстанции в лице ФРС должно было, в частности решить проблему нехватки ликвидных ресурсов в периоды кризиса и таким образом повысить устойчивость банковской системы.

Но, несмотря на появление ФРС, в течение 1920-х годов финансовый сектор США характеризовался слабым уровнем регулирования, что спровоцировало рост уровня

рисков в банковской системе, распространение спекулятивной деятельности на финансовых рынках, манипулирование ценами на финансовые активы и, как следствие, банкротство в 1929 - 1933 гг. свыше 9000 банков (то есть более трети всех банков, существовавших в начале этого периода) [7, p. 163]. В 1930-е годы был принят ряд законов, определивших архитектуру финансового сектора США, просуществовавшую вплоть до начала 1970-х годов, и существенно ужесточивших регулирование финансовой системы, проблемы которой были признаны основной причиной кризиса 1929 г., переросшего в "Великую депрессию". В 1933 г. был принят закон "О банках" (*Banking Act*) и создана Федеральная корпорация по страхованию вкладов (*Federal Deposit Insurance Corporation*), получившая в 1935 г. статус постоянного правительственного органа. Закон "О банках" 1933 г. разграничил инвестиционно-банковские и коммерческие операции банков, запретив коммерческим банкам заниматься первичным размещением, продажей или распространением акций, облигаций и иных ценных бумаг*. Данные преобразования были направлены на снижение рисков банковского сектора, возникавших при осуществлении коммерческими банками операций с ценными бумагами и ставших, по мнению создателей закона, одной из причин многочисленных банкротств банков в 1929 - 1933 гг. По закону "О торговле ценными бумагами" (*Securities Exchange Act*) 1934 г. была создана Комиссия по ценным бумагам и биржам (*Securities and Exchange Commission*).

Череда корпоративных скандалов в США в 2000 - 2002 гг., связанных с предоставлением недостоверной финансовой отчетности, в частности банкротство компании "Энрон" (*Enron*), привела к принятию в 2002 г. закона Сарбейн-са - Оксли (*Sarbanes-Oxley Act*), ужесточившего требования к финансовой отчетности публичных компаний и качеству её подготовки. Данный закон, призванный повысить качество финансовой отчетности и корпоративного управления и таким образом защитить инвесторов от недобросовестного поведения менеджмента, внёс одни из самых значимых изменений в законодательство США по ценным бумагам после реформ 1930-х годов.

Но в целом, за исключением ужесточения финансового законодательства в 2002 г., весь период с 1970 г. до финансового кризиса 2007 - 2009 гг. характеризовался последовательной либерализацией финансовой системы и ослаблением степени её регулирования. В результате как абсолютные, так и относительные размеры финансового сектора США значительно возросли. Так доля финансового сектора в ВВП США за последние 40 лет увеличилась почти в 2 раза (по данным Бюро экономического анализа с 5% в 1970 г. до 8,8% в 2007 г.). Параллельно происходило быстрое увеличение "веса" небанковских финансовых компаний (*Shadow Banking*), которые, хотя так же, как и банки, выступали в роли финансовых посредников, однако не попадали под действие существовавших инструментов финансового регулирования.

Небанковские финансовые компании - участвуют в процессе кредитования экономических агентов, ресурсной базой которого выступают средства,

*Данная часть закона "О банках" известна как закон Гласа - Стигалла (*Glass-Steagall Act*).

привлеченные на финансовых рынках, в отличие от депозитов, выполняющих данную функцию в традиционных коммерческих банках. К небанковским финансовым компаниям относятся фонды, инвестирующие в краткосрочные долговые инструменты (*Money Market Funds*), инвестиционные фонды, хедж-фонды и другие.

Развитие рынка производных финансовых инструментов и распространение практики секьюритизации позволило финансовому сектору существенно расширить свою ресурсную базу и увеличить объёмы кредитования, правда, за счёт постепенного снижения требований к платёжеспособности заёмщиков. Секьюритизация создала механизм избавления от кредитных рисков путём присвоения различным финансовым инструментам (в частности обеспеченным ипотечными кредитами) рейтингов, некорректно отражавших уровень рисков, связанных с данными финансовыми инструментами. С развитием торговли деривативами последние превратились в инструменты инвестирования в глобальном масштабе и усилилась взаимозависимость финансовых компаний из разных стран мира. Кризис 2007 - 2009 гг, как раз и стал закономерным итогом продолжительного ослабления регулирования и вскрыл накопившиеся в финансовой системе дисбалансы. В этих условиях американские власти были вынуждены прибегнуть к спасению ряда финансовых институтов, игравших настолько важную роль в финансовом секторе, что их банкротство могло бы повлечь за собой серьёзные негативные последствия не только для экономики США, но и для глобальной экономики. На исправление ошибок, допущенных руководством отдельных компаний, ориентированным на получение сверхприбылей в краткосрочном периоде, государство потратило деньги налогоплательщиков.

Принятие в июле 2010 г. закона Додда - Фрэнка (*Dodd-Frank Act*) фактически прервало продолжительный период либерализации финансового сектора США и представляет собой четвёртый этап ужесточения финансового регулирования в США с начала 1900-х годов. Этот закон знаменует новый подход к финансовому регулированию, заключающийся в том, что регулирование в целом теперь - по крайней мере на словах - нацелено на обеспечение стабильности финансовой системы, а не на обеспечение стабильности отдельной компании. Данный закон, инициирующий наиболее значительные изменения финансового регулирования в США со времен "Великой депрессии", по сути является попыткой обновить систему финансового регулирования, созданную в 1930-е годы, и распространить её действие на сферы, которые ранее регулировались недостаточно.

Основные положения закона Додда - Фрэнка

Закон Додда - Фрэнка, а это 2300 страниц юридически плотного текста, затрагивает все федеральные органы США, осуществляющие регулирование финансовой системы, и влияет на все финансовые институты, ведущие свою деятельность в США. Правда, в момент подписания закона вступили в силу лишь некоторые из его многочисленных положений. На разработку различными регулирующими органами конкретных правил, позволяющих в полной мере реализовать положения закона, было отведено 18 месяцев с момента его подписания. По оценкам одной из ведущих международных юридических компаний (Дэвис Полк и Уорделл) [9, р. i], закон Додда - Фрэнка предполагает принятие по крайней мере 243 подзаконных актов и

проведение 67 исследований. Спустя два года после принятия закона многие его положения остаются всё ещё нереализованными, и становится всё более очевидным, что в законе указаны слишком жёсткие сроки разработки конкретных правил, что не всегда позволяет провести качественную оценку последствий проводимых реформ и уделить достаточное внимание деталям.

Основной целью закона Додда - Фрэнка, как уже отмечено выше, является обеспечение финансовой стабильности в США за счёт повышения подотчётности и прозрачности финансовой системы; защиты налогоплательщиков путём исключения ситуации, когда какая-либо компания признаётся "слишком важной", чтобы допустить её банкротство (*Too Big to Fail*) и государство вынуждено буквально спасать крупнейшие финансовые организации, так как их крах может иметь тяжёлые последствия не только для национальной, но и для мировой экономики; защиты потребителей финансовых услуг от недобросовестных действий со стороны финансовых организаций и т.п.

Закон изменяет систему финансового регулирования США, создавая ряд дополнительных регулирующих органов и упраздняя один из существовавших ранее. Наиболее важные положения закона анализируются ниже.

Вновь создаваемые структуры

А. Подотчётный Конгрессу Совет по финансовой стабильности (*Financial Stability Oversight Council*) [10, р. 1392 - 1406] должен выявлять риски нарушения стабильности финансовой системы США. В случае если какие-либо небанковские финансовые организации могут создать риски для финансовой стабильности США, то этот совет может требовать их перевода под надзор ФРС. Имея в своём составе глав восьми финансовых регулирующих органов, в том числе Комиссии по ценным бумагам и биржам, Федеральной корпорации по страхованию вкладов и вновь создаваемого Агентства по финансовой защите потребителей (см. ниже), данный Совет должен способствовать улучшению координации деятельности основных регуляторов в финансовой сфере США. Законом Додда -Фрэнка в рамках Министерства финансов США также создаётся Служба финансовых исследований (*Office of Financial Research*) [10, р. 1412 - 1416], задача которой заключается в оказании поддержки Совету путём сбора и анализа данных. Одна из функций Совета по финансовой стабильности состоит в выработке рекомендаций для ФРС по установлению нормативов капитала, ликвидности и максимально допустимого кредитного плеча* в крупных компаниях в целях предотвращения появления слишком крупных финансовых организаций, угрожающих финансовой стабильности США в целом.

Б. Агентство по финансовой защите потребителей (*Consumer Financial Protection Bureau*), созданное в рамках ФРС и объединяющее в себе функции, ранее выполнявшиеся несколькими регулируемыми органами (в том числе ФРС, Федеральной корпорацией по страхованию вкладов, Национальной администрацией

*Кредитное плечо - отношение заёмных средств к собственному капиталу компании.

кредитных союзов), должно следить за исполнением законов о защите потребителей, предоставлять последним самую полную информацию об условиях различных финансовых услуг, предотвращать возможность недобросовестного поведения финансовых компаний в отношении своих клиентов, повышать уровень финансовой грамотности населения, рассматривать жалобы потребителей [10, p. 1964 - 1966].

В. Федеральное управление страхования (*Federal Insurance Office*) [10, p. 1580] ответственно за всесторонний мониторинг страховой деятельности на национальном уровне и выявление возможных рисков в данной области. Ранее регулирование страховой деятельности в США осуществлялось исключительно на уровне штатов.

Г. Управление кредитных рейтингов (*Office of Credit Ratings*) [10, p. 1877] в рамках Комиссии по ценным бумагам и биржам наделяется обширными полномочиями, позволяющими существенно ужесточить контроль за деятельностью рейтинговых агентств.

Д. В целях упрощения регулирования законом ликвидировано Управление надзора за сберегательными учреждениями (*Office of Thrift Supervision*) [10, p. 1521], функции которого ранее частично совпадали с функциями других регуляторов. Таким образом, сберегательные учреждения подпадают под регулирование со стороны ФРС, Федеральной корпорации по страхованию вкладов и Управления контролёра денежного обращения (*Office of the Comptroller of the currency*).

Изменения действующих процедур секьюритизации финансовых активов

[10, p. 1891 - 1892]

1. Введено требование сохранения у финансовой организации, выдавшей кредит, не менее 5% кредитного риска активов, проданных третьей стороне в результате процесса секьюритизации. Данное правило стимулирует инициатора секьюритизации более требовательно подходить к отбору заёмщиков и контролировать погашение выданных кредитов, что позволяет объединить интересы инициатора секьюритизации и покупателя ценных бумаг, ставших её результатом.

2. Повышается прозрачность процесса секьюритизации введением требования раскрыть инвесторам подробную информацию о качестве исходных активов, лежащих в основе процесса секьюритизации, и результатах их финансовой экспертизы (*due dilligence*).

* В данном случае термину "своп" дано широкое определение, позволяющее использовать его в отношении обширного числа производных финансовых инструментов, в частности свопов на процентные ставки, на валюту, на акции, кредитных свопов (*credit default swaps - CDS*). Исключение составляют сделки со свопами, базовым активом по которым выступают нефинансовые товары, если сделка предполагает фактическую поставку товара.

1. Отдельные положения закона направлены на повышение прозрачности рынка деривативов и снижение рисков, связанных с совершаемыми на нём операциями, в частности - операциями с кредитными свопами. Закон относит регулирование рынка свопов и надзор за его участниками к компетенции Комиссии по торговле товарными фьючерсами (*Commodity Futures Trading Commission*), в то время, как регулирование рынка свопов на ценные бумаги переходит в ведение Комиссии по ценным бумагам и биржам [10, р. 1641]. Любые новые производные инструменты подлежат обязательному одобрению со стороны указанных выше комиссий, которые также определяют необходимость использования клиринга при торговле каждым типом инструментов. Финансовые организации, преимущественно занимающиеся деривативами, столкнутся с более высокими требованиями к своему капиталу, близкими к нормативам, действующим в отношении банков.

2. Закон ужесточает регулирование рынка деривативов (ранее преимущественно внебиржевого), увеличивая минимальный объём залога, необходимого в качестве гарантии выполнения операции, обязывая участников рынка использовать клиринг при торговле деривативами и осуществлять сделки с такими деривативами на организованных рынках (биржах) или через специальные торговые платформы. Закон также запрещает организациям, осуществляющим операции со свопами, пользоваться государственной помощью (например, кредитами ФРС, предоставляемыми через дисконтное окно, государственными гарантиями). В соответствии с законом, депозитные организации, входящие в систему страхования вкладов, вправе осуществлять лишь узкий круг операций с деривативами.

Защита инвесторов

1. Отдельный раздел закона Додда - Фрэнка направлен на совершенствование защиты инвесторов на рынке ценных бумаг, усиление роли Комиссии по ценным бумагам и биржам и повышение качества применения существующих законов, защищающих инвесторов [10, р. 1822 - 1832]. В частности, закон наделяет Комиссию по ценным бумагам и биржам полномочиями обязывать брокеров, оказывающих услуги по финансовому консультированию, действовать исключительно в интересах своих клиентов (фидуциарное обязательство), а не в своих собственных.

2. Закон корректирует в пользу инвесторов принципы корпоративного управления, повышая степень подотчётности менеджмента акционерам [10, р. 1899 - 1904]. В частности вводится требование получения регулярного (не реже, чем 1 раз в 3 года) одобрения со стороны акционеров размера вознаграждения лицам, занимающим руководящие посты в компании. Кроме того, установлены требования к раскрытию информации относительно годового дохода руководителей (его абсолютное значение и отношение к медианной заработной плате в компании) и его взаимосвязи с результатами деятельности компании.

"Правило Волкера"

"Правило Волкера" (*Volcker Rule*) частично восстанавливает разграничение между

инвестиционно-банковскими и коммерческими операциями банков, установленное законом Гласа - Стигалла в 1933 г. и впоследствии отменённое законом Грэма - Лич - Блайли в 1999 г. Данное правило запрещает коммерческим банкам независимо от их размеров торговать ценными бумагами на финансовых рынках с использованием

собственных средств (*proprietary trading*), а также ограничивает их участие в капитале хедж-фондов и фондов прямых инвестиций тремя процентами капитала первого уровня (*Tier 1 capital*) для банка, что в то же время не должно превышать трех процентов капитала одного фонда [10, p. 1620, 1627].

Решение проблемы "*Too Big to Fail*"

1. Разработана упорядоченная процедура банкротства (*Living wills*) системно значимых финансовых корпораций, при необходимости реализуемая Федеральной корпорацией страхования вкладов и не предполагающая дополнительных расходов средств налогоплательщиков. Закон обязывает банковские холдинговые компании, активы которых превышают 50 млрд. долл., а также банки и небанковские финансовые компании, банкротство которых может нанести серьезный ущерб финансовой системе США, предоставлять регулярные отчеты о том, каким образом быстро и правильно провести процедуры их ликвидации [10, p. 1442 - 1450]. Считается, что данное требование должно создавать стимулы для компаний к упрощению их организационных структур и решить проблему появления слишком крупных финансовых институтов, банкротство которых может негативно отразиться на состоянии экономики в целом (*Too Big to Fail*).

<p style="text-align: center;">Банковский сектор</p> <ul style="list-style-type: none"> - Федеральная резервная система - Федеральная корпорация по страхованию вкладов - Национальная администрация кредитных союзов - Управление надзора за сберегательными учреждениями - Регуляторы банковского сектора на уровне штатов - Управление контролера денежного обращения 	<p style="text-align: center;">Страхование</p> <p>Регуляторы рынка страховых услуг на уровне штатов</p>
<p style="text-align: center;">Фондовые рынки</p> <ul style="list-style-type: none"> - Комиссия по ценным бумагам и биржам - Регуляторы рынков ценных бумаг на уровне штатов - Управление по регулированию финансовой индустрии (Financial Industry Regulatory Authority) 	<p style="text-align: center;">Товарные рынки и рынки производных финансовых инструментов</p> <p>Комиссия по торговле товарными фьючерсами</p>

Рис. 1. Основные институты финансового регулирования в США до реформы Додда - Фрэнка

2. Закон требует, чтобы любая программа кредитования ФРС распространялась на широкий круг финансовых институтов, вводя таким образом запрет на спасение какого-либо конкретного финансового учреждения за счёт предоставления экстренного кредита ФРС.

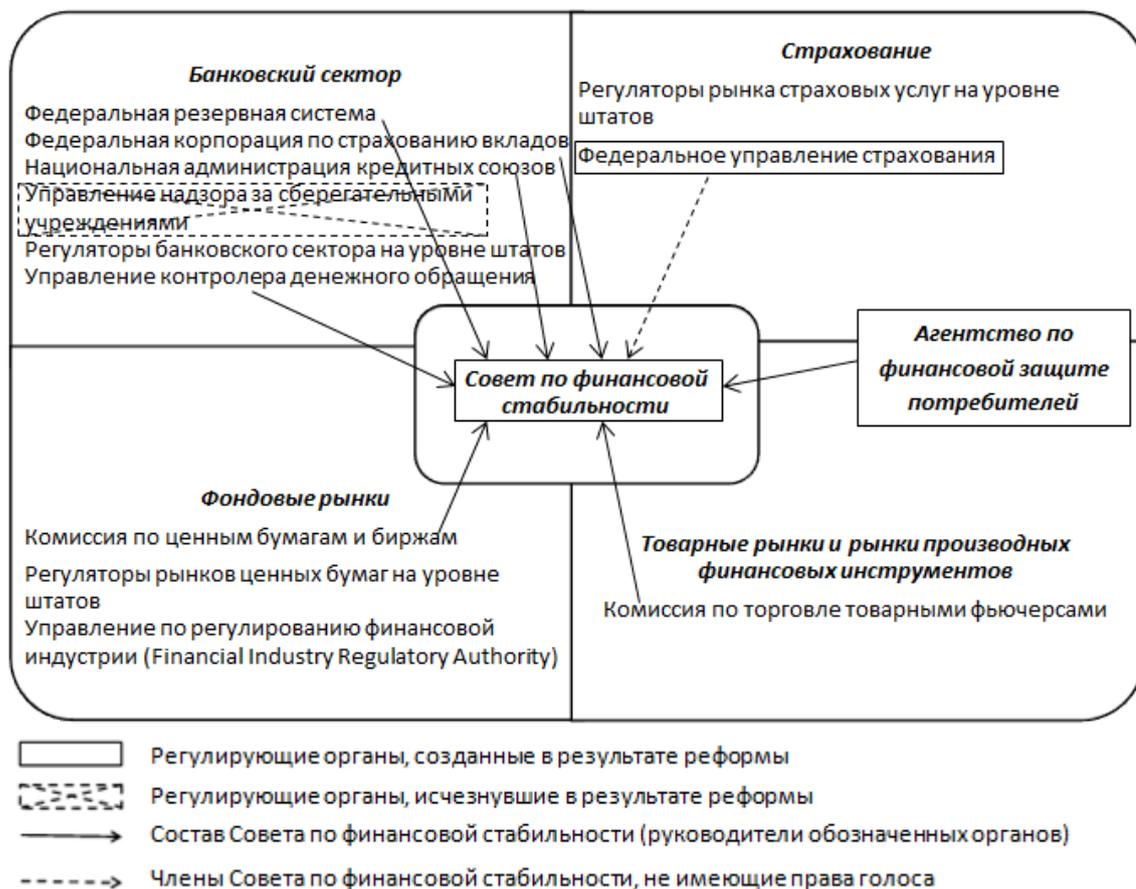


Рис. 2. Основные институты финансового регулирования в США после реформы Додда - Фрэнка

3. Закон рекомендует Федеральной резервной системе ужесточить требования к капиталу, уровню ликвидности, а также соотношению заёмного и акционерного капитала финансовых институтов [10, р. 1436 - 1437]. В частности закон предполагает распространить требования по достаточности капитала и максимально допустимому уровню кредитного плеча, применяющиеся в настоящее время к банкам, депозиты в которых застрахованы Федеральной корпорацией по страхованию вкладов*, на банковские холдинговые компании, а также на системно значимые небанковские финансовые компании, подпадающие под регулирование со стороны ФРС. Закон также изменяет требования к качеству капитала первого уровня, исключая из него ценные бумаги, обладающие одновременно свойствами и долгового инструмента, и акции (*hybrid securities*).

* Отношение совокупного капитала к активам, взвешенным по уровню риска, должно быть не менее 8%, отношение капитала первого уровня к активам, взвешенным по уровню риска, - не менее 4%, отношение собственных средств к заёмным - не менее 4% (*Section 38 of the Federal Deposit Insurance Act*).

Изменение подходов к регулированию финансового сектора США в ответ на кризис

Текущая реформа финансового сектора в США отражает принципиальное изменение политических взглядов относительно необходимости и степени финансового регулирования. Она знаменует собой переход от периода последовательной либерализации (начавшегося в 1970-х годах), основанной на теории саморегулирующихся рынков, способных приходить в равновесное состояние и обеспечивать максимально эффективное распределение ресурсов при минимальном вмешательстве со стороны государства, к осознанию необходимости ограничения свободы рынка за счёт расширения полномочий регулирующих органов. Такая смена доминирующей системы взглядов является естественным ответом на негативные последствия дефицита регулирования финансового сектора, которые проявились во время кризиса конца первого десятилетия текущего тысячелетия. При этом, как отмечает известный американский экономист Росс Левин в своей статье "Вскрытие финансовой системы США" [6, р. 197], в период либерализации регулирующие органы в США не испытывали недостатка в информации об истинном положении дел в финансовом секторе, однако решения, принимаемые ими под воздействием доминирующей системы взглядов о всесильности невидимой руки рынка, лишь способствовали дальнейшей дестабилизации финансового сектора. Ниже приводится ряд примеров того, как в связи со сменой парадигмы регулирования с разницей всего в несколько лет были приняты противоположные по своей сути регулятивные нормы в отношении одних и тех же институтов.

Рейтинговые агентства. Закон 2006 г. "О реформе рейтинговых агентств" [3, р. 1332], положивший начало формальному регулированию данных организаций, в явной форме запретил вмешательство Комиссии по ценным бумагам и биржам в определение методологии расчёта кредитных рейтингов, используемой агентствами со статусом *NRSRO*. Это законодательное ограничение во многом способствовало образованию пузыря на рынке секьюритизированных активов, так как в условиях дефицита регулирования рейтинговые агентства постепенно ослабили критерии для присвоения наивысших рейтингов. Кроме того, присущий деятельности рейтинговых агентств конфликт интересов - услуги агентства оплачиваются эмитентом, получающим рейтинг, - способствовал занижению оценки уровня рисков многих финансовых инструментов.

Текущая реформа финансового сектора направлена на повышение прозрачности и подотчётности рейтинговых агентств. Закон Додда - Фрэнка наделяет Комиссию по ценным бумагам и биржам полномочиями устанавливать правила, включая математические модели и методологии присвоения рейтингов. Появление данного требования иллюстрирует смену приоритетов - от создания условий для максимальной независимости установления рейтинга к обеспечению максимальной защиты интересов инвесторов за счёт предоставления им наиболее достоверной информации.

* *NRSRO* (*Nationally Recognized Statistical Rating Organization*) - статистическая рейтинговая организация, признанная на национальном уровне.

Достаточность капитала коммерческих банков. В 1996 г. ФРС разрешила использовать кредитные свопы (*Credit Default Swaps - CDS*), являющиеся по своей сути страховкой кредитора от кредитного риска, для снижения объёмов капитала, необходимых банкам для соответствия существующим требованиям. Фактически регулятор позволил банкам присваивать активу, риски которого захеджированы при помощи покупки кредитного свопа, рейтинг продавца данного свопа. Так, ценным бумагам, выпущенным под залог пула ипотечных кредитов любого качества, но полностью застрахованным при помощи покупки кредитного свопа у компании Эй-Ай-Джи (*AIG*), имевшей рейтинг AAA, также присваивался рейтинг AAA. Это позволило банкам снизить объём капитала, необходимый для удовлетворения требованиям о минимальной величине отношения капитала к активам, взвешенным по уровню риска.

Закон Додда - Фрэнка, напротив, ужесточает требования к капиталу в финансовой системе, в частности, распространив нормативы, существующие для банков, вклады в которых застрахованы в Федеральной корпорации по страхованию вкладов, на банковские холдинги и на небанковские финансовые институты, совокупные активы которых превышают 50 млрд. долл. Кроме того, у ФРС появилась возможность устанавливать ограничение на величину кредитного плеча на уровне 15:1 в отношении финансовых компаний, если по мнению Совета по финансовой стабильности их состояние угрожает устойчивости финансовой системы в целом.

Требования к капиталу инвестиционных банков. В 2004 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам разрешила пяти крупнейшим инвестиционным банкам использовать для оценки необходимого им чистого капитала их собственные математические модели вместо законодательно установленных в 1975 г. правил расчета [1, р. 2]. В результате данные инвестиционные банки получили возможность привлекать дополнительные заёмные средства для покупки более рискованных инструментов без соизмеримого увеличения капитала, что привело к стремительному росту отношения активов к собственному капиталу перечисленных инвестиционных банков с 22 раз в 2003 г. до 31 раза в 2007 г. (см. рис. 3). Таким образом, повышение уязвимости инвестиционных банков вследствие их возросшей зависимости от привлечения заёмных средств было во многих важных отношениях спровоцировано действиями регулирующих органов в США.

Финансовый кризис конца предыдущего десятилетия ознаменовал конец эры независимых инвестиционных банков в США: в сентябре 2008 г. произошло крупнейшее в истории финансов банкротство банка "Леман бразерс" (*Lehman Brothers*), банк "Бернштейн" (*Bear Stearns*) был приобретен банком "Джей Пи Морган Чейз" (*JP Morgan Chase*), банк "Меррилл Линч" (*Merrill Lynch*) - банком "Бэнк оф Америка" (*Bank of America*), банки "Голдмэн Сакс" (*Goldman Sachs*) и "Морган Стэнли" (*Morgan Stanley*) приобрели статус банковских холдинговых компаний. По итогам финансовой реформы перечисленные компании подпадают под регулирование ФРС, которая при необходимости

* Соглашение, по которому кредитор должен периодически выплачивать определенную сумму продавцу *CDS*, обязующемуся выкупить у кредитора кредитное обязательство третьего лица, в случае если третье лицо (заёмщик) не погасит данное кредитное обязательство в срок.

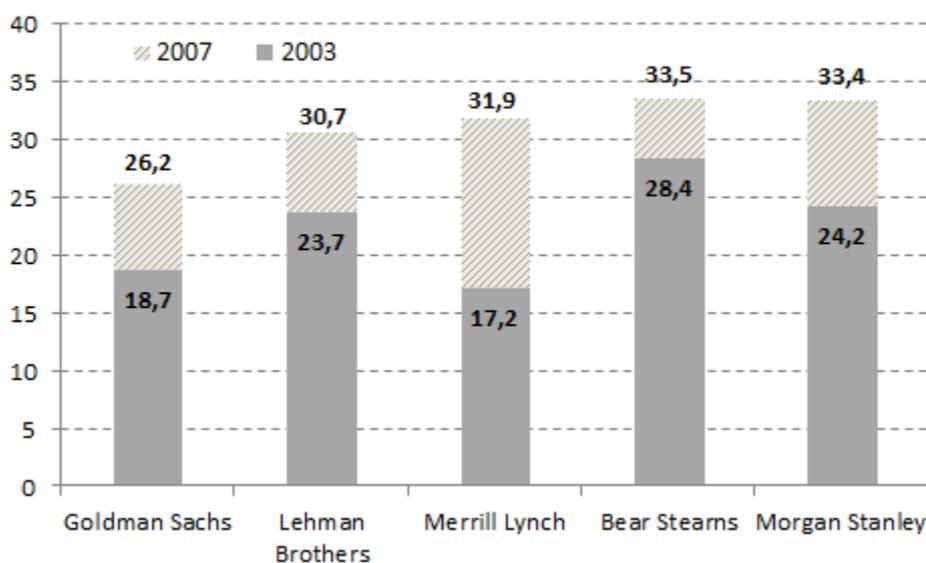


Рис. 3. Динамика отношения активов к собственному капиталу крупнейших инвестиционных банков США, разы

Собственные расчёты автора на основе годовых отчётов компаний

может устанавливать для них ограничения на уровень кредитного плеча, минимального уровня ликвидности и капитала с учётом риска активов. Таким образом, с интервалом в 6 лет регулирующие органы приняли диаметрально противоположные решения относительно требований к уровню капитала одних и тех же финансовых институтов.

Совмещение инвестиционно-банковской деятельности с деятельностью коммерческого банка. В 1999 г. власти отменили закон Гласа - Стигалла 1933 г., запрещавший коммерческим банкам осуществлять инвестиционно-банковские операции, посчитав, что данный закон препятствовал полноценному развитию банковского сектора США на фоне возрастающей конкуренции со стороны Европы, где господствует модель универсального банка.

Включённое в закон Додда - Фрэнка "Правило Волкера" частично восстанавливает существовавшее с 1933 г. разделение между инвестиционно-банковским бизнесом и деятельностью коммерческих банков. "Правило Волкера" налагает запрет на наиболее рискованные инвестиционно-банковские операции (торговля ценными бумагами за счёт собственных средств банка (*Proprietary Trading*), а также вложения в фонды прямых инвестиций и в хедж-фонды) для банков, по-прежнему разрешая проводить их небанковским финансовым компаниям. При этом, в отличие от закона Гласа - Стигалла, закон Додда - Фрэнка оставляет коммерческим банкам возможность ведения инвестиционно-банковского бизнеса в форме оказания содействия при размещении ценных бумаг (*underwriting*), сопровождения сделок слияния и поглощения (*M&A*), а также предоставления брокерских услуг.

Рынок производных финансовых инструментов. Раздел Закона Додда -Фрэнка, посвященный реформе внебиржевой торговли производными финансовыми инструментами, фактически противоположен по смыслу другому -

принятому менее чем за 10 лет до него - закону "О модернизации торговли товарными фьючерсами" (*Commodity Futures Modernization Act, 2000*), который закреплял дерегулирование внебиржевого рынка деривативов (а таким образом и кредитных свопов), исключив его из сферы регулирования Комиссии по торговле товарными фьючерсами и Комиссии по ценным бумагам и биржам [6, р. 205]. Причиной такого решения было нежелание препятствовать развитию рынка производных финансовых инструментов и провоцировать снижение конкурентоспособности финансовых институтов США в данном сегменте мирового финансового рынка [8, р. 13] и, как следствие, препятствовать перетоку финансовых операций в другие юрисдикции.

В качестве инструмента снижения рисков внебиржевой торговли деривативами в законе Додда - Фрэнка выступает клиринг при участии центрального контрагента. При осуществлении сделок в отсутствие центрального контрагента каждая из сторон в полном объёме несёт риски, связанные с банкротством контрагента. Появление центрального контрагента позволяет равномерно распределить между всеми контрагентами риски, существующие в системе, например, за счёт требования внесения определённого залога при* заключении сделки и мониторинга финансовой устойчивости участников рынка.

Возможные последствия финансовой реформы

Полноценный анализ влияния на экономику США реформы финансового сектора, которая в настоящее время находится лишь на начальной стадии, станет возможным лишь через несколько лет, когда проявится эффект закона Додда - Фрэнка, носящего достаточно общий характер и предполагающего принятие многочисленных дополнительных законов и подзаконных актов. Именно они будут иметь конкретные последствия для деятельности финансовых институтов США. Оценку экономического влияния реформы в настоящее время также затрудняет поэтапное вступление в силу различных частей закона и наличие различающихся по продолжительности переходных периодов. Тем не менее, попытаемся выделить ряд наиболее вероятных последствий нынешней реформы.

1. Прибыли банков снизятся вследствие введения запрета на торговлю с использованием собственных средств банка и вводимых ограничений на участие банков в капитале фондов прямых инвестиций ("Правило Волкера"), а также вследствие усиления регулирования операций на рынке производных финансовых инструментов. Стремление сохранить прежнюю норму прибыли в отсутствие некоторых существовавших ранее источников дохода потребует от банков пересмотра их стратегий долгосрочного развития и бизнес-моделей, например, за счёт снижения издержек или повышения стоимости своих услуг, в том числе введения платы за услуги, которые ранее предоставлялись бесплатно.

2. Стоимость услуг финансовых посредников для конечных потребителей возрастёт в связи с более высокими требованиями к капиталу финансовых организаций, появлением возможности устанавливать максимальное значение кредитного плеча на уровне 15:1 и изменением условий секьюритизации (теперь компания должна брать на себя не менее 5% кредитного риска по секьюритизированному активу).

3. Если финансовые компании будут переносить возросшие издержки на конечных потребителей через увеличение стоимости заёмных средств, то темпы экономического роста замедлятся, а высокий уровень безработицы сохранится. По оценкам Базельского комитета по банковскому надзору, повышение минимально допустимого отношения капитала банка к совокупным активам банка, взвешенным по уровню риска, на 1 процентный пункт приводит в среднем к снижению ВВП на - 0,15% по сравнению с отсутствием изменений. Тем не менее, в долгосрочном периоде потенциальные выгоды от снижения вероятности банковских кризисов при более высоких требованиях к капиталу перекрывают данные издержки [2, р. 26].

По оценкам Института международных финансов, реформа финансового сектора США окажет негативное влияние на темпы экономического роста, причем в наибольшей степени это проявится в первые 5 лет после принятия закона Додда - Фрэнка. Так, в результате текущей реформы объём реального ВВП США в 2015 г. окажется на 2,6% ниже, чем в её отсутствие. Данное замедление темпов экономического роста приведёт к потере 4,6 млн. рабочих мест на том же временном горизонте [5, р. 58].

4. Рост кредитования вследствие сокращения доступных кредитных ресурсов и их удорожания замедлится. По оценкам Управления контролёра денежного обращения (*Office of the Comptroller of the Currency*), ужесточение требований к минимальному размеру залога по операциям с производными финансовыми инструментами может сократить банковские финансовые ресурсы на 2 трлн. долл., которые могли бы быть направлены на кредитование экономики.

5. Повышение стандартов защиты потребителей финансовых услуг в рамках реформы создаёт риск снижения объёмов предоставляемых услуг и сужения выбора финансовых продуктов для потребителей. В то же время, в более долгосрочном периоде вероятно появление новых финансовых инструментов, отвечающих требованиям нового законодательства. По мере укрепления доверия к финансовым рынкам на фоне увеличения их прозрачности и повышения уровня защиты потребителей описанный процесс замещения одних инструментов другими может смениться дальнейшим ростом объёмов предоставляемых финансовых услуг.

6. Учитывая высокие издержки выполнения требований нового закона, связанные прежде всего с необходимостью привлечения дополнительного собственного капитала для банков, и потенциальное снижение прибыльности банковского бизнеса в США, можно ожидать, что сохранится тенденция к сокращению числа банков и, как следствие, к повышению концентрации в банковском секторе. Издержки изучения новых законодательных норм и их соблюдения относительно более обременительны для небольших банков, поэтому наиболее вероятно закрытие некоторых из них.

7. Неэквивалентное ужесточение регулирования разных сегментов финансового сектора, вероятно, повлечёт за собой постепенное изменение его структуры. В рамках закона Додда - Фрэнка наиболее существенное ужесточение регулирования произойдёт в отношении традиционных коммерческих банков, в то время как небанковским финансовым компаниям удастся избежать большинства нововведений. В этой связи следует ожидать опережающего роста объёмов деятельности небанковских финансовых корпораций и, как

следствие, увеличения их доли в совокупных активах финансового сектора США за счёт уменьшения доли коммерческих банков. Последние будут вынуждены отказаться от наиболее рискованных составляющих своей деятельности, требующих более высокого обеспечения капиталом, или передать их небанковским финансовым компаниям. Положительной стороной данного явления выступает сохранение доступности кредитных ресурсов для заёмщиков с более высоким уровнем риска. В то же время, данная тенденция означает лишь перераспределение существующих рисков внутри финансовой системы при сохранении их общего уровня неизменным. Создаваемая таким образом двухуровневая система финансового регулирования может спровоцировать концентрацию риска в менее прозрачных финансовых институтах, в отношении которых действуют менее жёсткие регулятивные нормы. В этом случае результаты реформы могут оказаться контрпродуктивными, а вероятность развития новых финансовых кризисов в будущем останется высокой. Стоит отметить, что в силу ряда особенностей небанковских финансовых компаний, инструменты их государственной поддержки в условиях кризиса ограничены, поэтому кризисы, возникшие в данном сегменте финансовой системы, могут протекать в более острой форме, чем банковские кризисы. В частности, у небанковских финансовых институтов, в отличие от коммерческих банков, отсутствует доступ к операциям ФРС, направленным на поддержание достаточного уровня ликвидности, что особенно важно в ситуации кризиса.

8. Усиление регулирования рынка производных финансовых инструментов и связанное с ним повышение издержек осуществления операций с данными инструментами могут повлечь за собой сокращение объёмов сделок в целях хеджирования, что в свою очередь чревато повышением волатильности финансовых результатов компаний.

9. Введённый "Правилем Волкера" запрет для коммерческих банков вести торговлю ценными бумагами за счёт собственных средств приведёт к снижению уровня ликвидности на рынках ценных бумаг. В качестве компенсации рисков, связанных с более низким уровнем ликвидности, потребуется повышение доходности ценных бумаг, что означает рост стоимости заёмных средств на финансовых рынках.

10. Отсутствие аналогичных закону Додда - Фрэнка требований на глобальном уровне может спровоцировать отток финансовых ресурсов в другие юрисдикции с более мягким законодательством, снижая конкурентоспособность финансового сектора США.

11. Высокий уровень неопределённости в финансовом секторе спустя два года после принятия закона (в отсутствие значительной части конкретных правил, принятие которых предписано законом) повышает уязвимость экономики США на этапе выхода из кризиса.

Издержки, связанные с проведением реформы

В то время как потенциальные издержки реформирования финансового сектора США для экономики в целом пока не вполне очевидны, уже сейчас можно оценить стоимость проведения реформы для американского бюджета. По оценкам Счетной палаты США (*Government Accountability Office*) [4, р. 3], к середине 2012 г. совокупные бюджетные расходы, связанные с проведением реформы

финансового сектора, должны составить 1,25 млрд. долл. К этому же моменту будет создано 2850 новых рабочих мест в государственных финансовых органах (прежде всего в Федеральной резервной системе, в Комиссии по ценным бумагам и биржам, и в Федеральной корпорации страхования депозитов).

Для банковской системы изучение требований нового закона и их выполнение означает существенное увеличение расходов на юридические услуги. По оценкам официального журнала правительства США "Федерал реджистер" (*Federal Register*), временные затраты, связанные с соблюдением 102 правил, опубликованных на момент проведения оценки (всего закон Додда - Фрэнка предполагает разработку примерно 400 дополнительных правил), составляют 10,8 млн. человеко-часов ежегодно.

В то же время сохраняются серьезные сомнения в том, решит ли закон Додда - Фрэнка одну из основных проблем, спровоцировавших его появление. Речь идёт о спасении крупнейших финансовых компаний в условиях кризиса за счёт средств налогоплательщиков. В соответствии с данным законом, в финансовом секторе США выделяется группа системно значимых финансовых компаний, т.е. компаний, проблемы которых могут повлечь за собой неблагоприятные последствия для финансовой системы в целом. Закон относит к таким компаниям банковские холдинги, активы которых превышают 50 млрд. долл., а также небанковские финансовые учреждения (например, инвестиционные фонды, страховые компании, хедж-фонды), которые учреждённый законом Совет по финансовой стабильности отнесёт к системно значимым. Данные компании подвергаются более жёсткому регулированию, и в отношении них могут устанавливаться более высокие требования к различным нормативам, например, достаточности капитала.

Фактически закон Додда - Фрэнка запрещает спасение крупных финансовых компаний за счёт средств налогоплательщиков, исключая возможность повторения сценария 2008 г. Тем не менее, большинство экономических агентов (инвесторы, рейтинговые агентства и др.) не верят данному заявлению, считая, что формирование группы системно значимых финансовых компаний означает лишь смену названия, но не решает проблему. Рейтинговое агентство "Стэндрд энд Пурс" (*S&P*) не исключает возможности оказания государством масштабной поддержки крупным финансовым компаниям в чрезвычайных обстоятельствах и учитывает данное предположение при расчёте корпоративных рейтингов. Инвесторы продолжают покупать ценные бумаги таких компаний, соглашаясь на относительно более низкий уровень доходности, так как при оценке их стоимости также исходят из сохранения возможности получения помощи от государства.

Заключение

Анализ основных положений текущей реформы финансового сектора США и сопоставление решений, принимавшихся в данной области до текущего кризиса и в ответ на него, показывают, что в настоящее время в США происходит фундаментальное изменение взглядов на необходимость финансового регулирования. Либеральный подход, основанный на теории саморегулируемости финансовых рынков, уступает место ужесточению существующих регулятивных норм с целью снижения рисков, присущих финансовым операциям. Описанные

выше и проводимые ныне изменения направлены на то, чтобы снова подчинить деятельность финансового сектора нуждам реального сектора экономики, как это было с середины 1930-х годов до начала 1970-х. Принятие ряда правил, потенциально снижающих прибыльность финансового сектора, свидетельствует о смене приоритетов американских властей: финансовый сектор должен снова стать в первую очередь посредником, занимающимся перераспределением финансовых ресурсов в экономике США, при этом его собственные финансовые интересы временно должны отступить на второй план.

Список литературы

1. Alternative Net Capital Requirements for Broker-Dealers That Are Part of Consolidated Supervised Entities // Federal Register. 2004. Vol. 69. No. 118 (http://www.sec.gov/rules/final/34_49830.pdf).
2. An Assessment of the Long-term Economic Impact of Stronger Capital and Liquidity Requirements. Basel Committee. August 2010 (<http://www.bis.org/publ/bcbsl73.pdf>).
3. Credit Rating Agency Reform Act of 2006. 15 U.S.C. (<http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/cra-reform-act-2006.pdf>).
4. Eleven Agencies' Estimates of Resources for Implementing Regulatory Reform. Testimony before the Subcommittee on Oversight and Investigations, Committee on Financial Services, House of Representatives. Government Accountability Office. July 2011 (<http://www.gao.gov/new.items/dll808t.pdf>).
5. Interim Report on the Cumulative Impact on the Global Economy of Proposed Changes in the Banking regulatory Framework. Institute of International Finance. June 2010.
6. *Levine R.* An Autopsy of the U.S. Financial System: Accident, Suicide, or Murder? // Journal of Financial Economic Policy. 2010. Vol. 2. No. 3. P. 196 - 213 (http://www.econ.brown.edu/fac/Ross_Levine/other%20files/Autopsy-4_13.pdf).
7. *Markham J.* A Financial History of the United States. From J.P. Morgan to the Institutional Investor (1900 - 1970). Armonk, NY: M.E. Sharpe. 2002. Vol. 2. 412 p.
8. Over-The-Counter Derivatives Markets and the Commodity Exchange Act. Report of the President's Group on Financial Markets. November 1999 (<http://www.treasury.gov/resource-center/fin-mkts/documents/otcact.pdf>).
9. Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Enacted into Law on July 21, 2010. Davis Polk & Wardwell. 2010 (http://www.davispolk.com/files/publication/7084f9fe-6580_413b-b870-b7c025ed2ecf/presentation/publicationattachment/ld4495c7-0be0-4e9a-ba77-f786fb90464a/070910_financial_reform_summary.pdf).
10. The Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010. 12 U.S.C. (<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf>).