

УДК 336.76 DOI: 10.14451/1.256.577

Сравнение и анализ контрольных процедур на организованных биржевых торгах в ведущих финансовых центрах (США, Великобритания, ЕС)

© 2026 Яковлева Марина Николаевна

Студент магистратуры. Финансовый университет при Правительстве РФ.

E-mail: 241320@edu.fa.ru

© 2026 Ивановская Жанна Владимировна

Кандидат экономических наук, доцент Кафедры международного бизнеса Факультета

международных экономических отношений. Финансовый университет при Правительстве РФ.

E-mail: ZVivanovskaya@fa.ru

Ключевые слова: биржевой контроль, финансовое регулирование, США, Великобритания, Европейский Союз, алгоритмическая торговля, MiFID II, саморегулируемые организации, надзорные процедуры, защита активов.

Актуальность исследования обусловлена глобализацией финансовых рынков и необходимостью гармонизации стандартов биржевого контроля. Статья посвящена сравнению институциональных моделей и контрольных процедур на организованных торгах в США, Великобритании и ЕС. Объектом выступают регуляторные системы, предметом – сходства и различия механизмов надзора. Методологическая база включает сравнительно-правовой и системный анализ. Практическая значимость заключается в выявлении тенденций конвергенции при сохранении уникальных подходов к правоприменению и защите активов.

Введение

Организованные биржевые торги являются ключевым элементом глобальной финансовой системы. Обеспечение их целостности, прозрачности и устойчивости требует сложной системы контрольных процедур. По данным Всемирной федерации бирж (WFE), совокупный объем торгов акциями на регулируемых площадках США, ЕС и Великобритании превысил в 2024 году 45 трлн долларов, что составляет более 60% мирового оборота. Столь значительная концен-

трация финансовых потоков делает надежность контрольных процедур в этих юрисдикциях вопросом глобальной финансовой стабильности.

Ведущие финансовые центры – США, Великобритания и ЕС – исторически выработали различные модели такого контроля. Если американский подход изначально строился на жестком законодательном регулировании в сочетании с мощными саморегулируемыми организациями (СРО) [11], а британская модель долгое время

основывалась на принципах «дружественного» рынку саморегулирования, то континентальная Европа тяготела к большей роли государства в управлении биржами [14].

Однако глобализация финансовых рынков и в особенности финансовый кризис 2008 года привели к значительной трансформации и конвергенции этих моделей. Настоящее исследование охватывает период с 2008 года по настоящее время, с особым акцентом на посткризисные реформы (Dodd-Frank Act, EMIR, MiFID II) и их последующую имплементацию, а также на регуляторные последствия Brexit для Великобритании. Данное исследование имеет цель сравнить современные контрольные процедуры на организованных торгах в трех юрисдикциях, выявить их уникальные черты и общие тенденции развития.

Институциональная структура регуляторного и биржевого контроля

Соединенные Штаты Америки: институциональная модель и надзор за инфраструктурой

Американская система исторически классифицируется как «институциональная». Закон о ценных бумагах и биржах 1934 года (SEA) создал жесткую систему категорий для участников рынка (биржа, брокер, дилер), каждая из которых обязана зарегистрироваться в Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC). Ключевую роль в повседневном надзоре играют СРО, такие как FINRA (Регулирующий орган финансовой индустрии), которые осуществляют непосредственный мониторинг торговой деятельности.

После кризиса 2008 года Закон Додда-Франка (Dodd-Frank Act) существенно расширил контрольные процедуры, особенно в отношении системно значимой инфраструктуры [12]. Раздел VIII закона уполномочил Совет по надзору за финансовой стабильностью (FSOC) назначать определенные «коммунальные предприятия финансового рынка» (Financial Market Utilities) системно значимыми. Такие организации (например, клиринговые палаты) подпадают под усиленные

стандарты управления рисками, устанавливаемые Советом управляющих ФРС, SEC или CFTC, и обязаны согласовывать с регулятором любые существенные изменения в своих правилах или операциях, которые могут повлиять на уровень риска. Это означает, что контроль сместился с просто надзора за биржевой торговлей на прямой контроль за устойчивостью ключевой посттрейдинговой инфраструктуры.

Кроме того, в США активно внедряются технологичные решения для сквозного контроля. Ключевым проектом последних лет является система комплексного аудиторского следа (Consolidated Audit Trail – CAT), запуск которой в 2022–2024 годах происходил поэтапно [5]. CAT позволяет регуляторам в режиме, близком к реальному времени, отслеживать все этапы жизни каждого ордера и сделки – от момента возникновения заявки до ее исполнения или отмены, включая идентификацию всех участников цепочки. Это дает SEC и FINRA беспрецедентные возможности для выявления рыночных манипуляций и инсайдерской торговли, хотя и вызывает дискуссии о конфиденциальности данных и стоимости эксплуатации системы.

Великобритания: от «клуба джентльменов» к интегрированному надзору FCA

Исторически Лондонская фондовая биржа функционировала как «частный клуб», не подвергаясь прямому государственному регулированию, а управляясь собственным советом. Ситуация кардинально изменилась с принятием Закона о финансовых услугах и рынках 2000 года (FSMA). Сегодня ключевым регулятором выступает Управление по финансовому поведению (FCA), которое «признает» инвестиционные биржи (Recognised Investment Exchanges – RIEs) [15].

FCA устанавливает требования к признанию бирж и контролирует их деятельность [13]. Биржи, такие как LSE или ICE Futures Europe, получив статус RIE, освобождаются от необходимости получать отдельную лицензию на осуществление регулируемых видов деятельности, но взамен должны постоянно соответствовать

жестким критериям FSMA. Важно отметить, что FCA также признает и контролирует зарубежные инвестиционные биржи (ROIEs), распространяя

свое влияние на иностранные площадки, работающие с британскими инвесторами.

Таблица 1. Институциональные модели регулирования биржевых торгов в ведущих финансовых центрах.

Критерий	США	Великобритания	Европейский Союз
Модель регулирования	Институциональная (жесткая категоризация)	Функциональная (интегрированный надзор)	Наднационально-гармонизированная
Основной регулятор	SEC (ценные бумаги), CFTC (деривативы)	FCA (поведенческий надзор), PRA/Банк Англии (пруденциальный)	ESMA (координация) + Национальные регуляторы (BaFin, AMF, CONSOB и др.)
Роль СРО	Высокая (FINRA – ключевой игрок)	Средняя (биржи как RIE, но под контролем FCA)	Низкая (преимущественно государственный надзор)
Статус биржи	Зарегистрированная национальная биржа (Registered National Securities Exchange)	Признанная инвестиционная биржа (Recognised Investment Exchange – RIE)	Регулируемый рынок (Regulated Market) согласно MiFID II
Контроль за инфраструктурой	FSOC назначает FMU (Financial Market Utilities), надзор ФРС/SEC/CFTC	Банк Англии отвечает за системно значимые клиринговые системы	ESMA и национальные регуляторы, EMIR для клирингов

Особую актуальность британская модель приобрела после Brexit. С 1 января 2021 года Великобритания вышла из единого финансового пространства ЕС, что потребовало создания автономной регуляторной базы. В рамках так называемого «Эдинбургского пакета реформ» (Edinburgh Reforms, 2022) британское правительство и FCA взяли курс на повышение конкурентоспособности Лондонского Сити путем «умного дерегулирования» – пересмотра правил, унаследованных от MiFID II, в частности, смягчения требований к «перекошу» исследований (research unbundling) и упрощения правил листинга. При этом базовые контрольные процедуры, включая требования к системам и контролю, остались жесткими, что создает уникальный прецедент «постбрекситовского» регулирования, отличающегося как от американской, так и от континентальной европейской моделей.

Британская модель, таким образом, эволюционировала от саморегулирования к жесткому

функциональному надзору со стороны специализированного мегарегулятора, который также отвечает и за пруденциальный надзор (совместно с Банком Англии/PRA).

Европейский Союз: Гармонизация через директивы и прямое действие ESMA

Европейский подход уникален тем, что представляет собой наднациональное регулирование, имплементируемое в национальные законодательства. Ключевым актом является Директива о рынках финансовых инструментов II (MiFID II) и сопутствующий Регламент (MiFIR).

В отличие от США, где SEC напрямую курирует биржи, и Великобритании с ее моделью FCA, в ЕС действует двухуровневая система. Национальные компетентные органы (например, BaFin в Германии, AMF во Франции, CONSOB в Италии) отвечают за лицензирование и повседневный надзор за биржами и инвестиционными фирмами. Однако Европейское управление по ценным бумагам и рынкам (ESMA) играет ключевую роль

в обеспечении конвергенции надзорных практик и может издавать обязательные для исполнения нормативные акты [1].

Инструментарий ESMA включает не только разработку технических стандартов (RTS/ITS), но и проведение «общесоюзных оценок» (peer reviews), а с недавнего времени – и «общих надзорных действий» (common supervisory actions – CSA). Например, CSA, проведенное в 2023–2024 годах, выявило существенные расхождения в применении предторговых контролей алгоритмической торговли между национальными регуляторами [6]. В ответ на это ESMA анонсировала выпуск обязательных руководств (guidelines) для унификации подходов во всех странах-членах, что демонстрирует эволюцию ESMA от координационного органа к наднациональному регулятору с прямыми надзорными полномочиями. Это демонстрирует стремление ЕС к единообразию контрольных процедур на всей своей территории.

Сравнительный анализ ключевых контрольных процедур

Предторговый контроль и алгоритмическая торговля

Во всех трех юрисдикциях предторговый контроль является обязательным. В ЕС требования MiFID II обязывают инвестиционные фирмы, занимающиеся алгоритмической торговлей, иметь эффективные системы и рискованные контроли, обеспечивающие устойчивость систем, достаточную пропускную способность, соответствующие торговые лимиты и предотвращение отправки ошибочных ордеров. Делегированный регламент (ЕС) 2017/589 (известный как RTS 6) детализирует эти требования, включая обязательное тестирование алгоритмов в «песочницах» и наличие «kill switch» (кнопки экстренного отключения). Однако, как показал анализ ESMA, реализация этих контролей на местах разнится, что и побудило регулятор к действиям по унификации.

В США и Великобритании также существуют схожие требования, интегрированные в общие правила торговых площадок. Биржи, как CPO

(в США) или как RIE (в Великобритании), обязаны устанавливать и обеспечивать соблюдение «торговых порогов и лимитов» [2].

Однако существуют различия в глубине требований к тестированию. В ЕС RTS 6 требует проведения стресс-тестирования алгоритмов и их тестирования в среде, максимально приближенной к реальной (user acceptance testing – UAT) [9]. В Великобритании FCA, сохранив большинство требований MiFID II в национальном праве (ONR), делает больший акцент на ответственность руководства (senior management) за внедрение алгоритмов. В США правило SEC 15c3–5 (Рыночный доступ) фокусируется на контроле со стороны брокеров, предоставляющих спонсорский доступ к бирже (sponsored access) [7], требуя от них предторговой проверки всех ордеров клиентов на соответствие лимитам. Уникальность США заключается в развитой системе кросс-рыночного мониторинга, осуществляемого FINRA через такие системы, как TRACE (облигации) и SMARTS (акции), что позволяет отслеживать манипуляции не только на биржевом, но и на внебиржевом рынке [3; 4].

Механизмы приостановки торгов (Circuit Breakers)

Требование о наличии механизмов, способных временно останавливать или ограничивать торговлю в экстренных ситуациях или при значительном движении цены, закреплено законодательно.

- **В ЕС** это прямое требование статьи 48(5) MiFID II [10], которое обязывает регулируемыми рынками обеспечивать, чтобы параметры остановок торговли были калиброваны с учетом ликвидности различных классов активов, модели рынка и типов пользователей.
- **В США** подобные механизмы (Limit Up-Limit Down) являются стандартной практикой на всех национальных биржах и координируются на межбиржевом уровне, чтобы предотвратить фрагментированные сбои. Они привязаны к ценовым диапазонам, рассчитанным на основе средней цены за предыдущие 5 минут.

– **В Великобритании** биржи, такие как LSE, интегрируют эти механизмы в свои торговые системы (например, IMAS – интегрированная система мониторинга) и обязаны обеспечивать их соответствие общим стандартам упорядоченной торговли.

Сравнительный анализ показывает, что, несмотря на схожую логику, калибровка параметров различается. В ЕС больше свободы оставлена национальным регуляторам и самим биржам

в установлении порогов срабатывания, что позволяет адаптировать их под локальные условия ликвидности. В США параметры более унифицированы на федеральном уровне для основных акций. Британский подход после Brexit тяготеет к гибридной модели: формально биржи сами устанавливают правила, но они должны быть заранее одобрены FCA, который проверяет их на предмет соответствия принципу «упорядоченной торговли».

Таблица 2. Сравнительный анализ ключевых контрольных процедур на биржевых торгах.

Контрольная процедура	США	Великобритания	ЕС (MiFID II/MiFIR)
Предторговый контроль алгоритмов	Требования SEC Rule 15c3-5 (рыночный доступ), контроль FINRA	Требования FCA к системам и контролю (SYSC), алгоритмические фирмы обязаны тестировать алгоритмы	Детальные требования Делегированного регламента (EC) 2017/589 (RTS 6)
Системы мониторинга	CAT (Consolidated Audit Trail), SMARTS FINRA, TRACE	IMAS (LSE), надзорные системы FCA	Системы национальных регуляторов, координируемые ESMA
Механизмы приостановки торгов	Лимиты изменения цен (Limit Up-Limit Down), биржевые circuit breakers	Биржевые механизмы волатильности (Volatility Interruptions)	Ст. 48(5) MiFID II – обязательные параметры остановок с учетом ликвидности
Контроль за клиентскими средствами	Правила хранения у кастодианов, страхование SIPC	Сегрегация клиентских средств, жесткие требования FCA к отчетности	Директива о сегрегации активов, требования к депозитариям
Надзор за внебиржевым рынком (OTC)	Расширен после Dodd-Frank, отчетность в репозитории	Отчетность в торговые репозитории (Trade Repositories)	Обязательная торговля деривативами на организованных площадках (Organised Trading Facilities – OTF)

Надзор за клиентскими средствами и прозрачность

Здесь подходы различаются акцентами. Британский FCA делает сильный упор на защиту клиентских средств, требуя от регулируемых фирм (включая валютных и инвестиционных провайдеров) их полной сегрегации (отделения от собственных средств фирмы) и ежедневной сверки остатков (CASS – Client Assets sourcebook). Это гарантирует возврат средств клиентам в случае банкротства фирмы, как это было продемонстрировано в недавнем деле Argentex LLP, где FCA

оперативно ввел ограничения, защитив клиентов от возможных потерь.

В США защита клиентов также является приоритетом SEC, но реализуется через правила о хранении ценных бумаг клиентов у квалифицированных «хранителей» (qualified custodians) и через систему страхования SIPC (Securities Investor Protection Corporation), которая защищает клиентов от потери активов (до \$500 000) при банкротстве брокера-дилера, но не гарантирует сохранность стоимости активов от рыночных потерь.

В ЕС вопросы защиты активов регулируются на двух уровнях. Во-первых, Директива MiFID II требует от инвестиционных фирм вести учет и хранение финансовых инструментов клиентов отдельно от собственных активов. Во-вторых, существуют национальные схемы компенсации инвесторам (Investor Compensation Schemes – ICS), гармонизированные Директивой ICSD, которые гарантируют выплату компенсации (обычно до 20 000 евро) в случае невозможности фирмы вернуть активы клиента. Это создает «трехуровневую» защиту: сегрегация, постоянный надзор национального регулятора и гарантийный фонд на случай краха.

Процедуры правоприменения и санкции

Различия заметны и в процедурах расследования и наказания. В США недавно произошли изменения в процедурах «Wells process» как в SEC, так и в CFTC. Теперь потенциальным ответчикам предоставляется больше времени (не менее 30 дней) для ответа на уведомление о возможных нарушениях, а сотрудники правоохранительных подразделений обязаны предоставлять объективные меморандумы с изложением всех фактов, включая неблагоприятные, что повышает прозрачность и справедливость процесса.

Таблица 3. Сравнительный анализ правоприменительных процедур и санкционного режима.

Критерий	США	Великобритания	Европейский Союз
Досудебная процедура	Wells Process (уведомление, 30+ дней на ответ, меморандум защиты)	Процедура «предупреждения о действии» (Warning Notice) с правом представления объяснений	Зависит от национального законодательства, координируется ESMA
Максимальные штрафы	Для юрлиц: до \$1 млн за нарушение или тройная сумма полученной выгоды	Неограниченные штрафы (unlimited fines) по усмотрению суда/FCA	До 5 млн евро или 10% годового оборота (по выбору большее)
Уголовная ответственность	Применяется за мошенничество и манипуляции (активизирована после кризиса)	Применяется за манипуляции LIBOR/FX, тюремное заключение до 7 лет	Гармонизирована через директивы, но национальные различия сохраняются
Режим осведомителей (Whistleblower)	Сильная защита, финансовое вознаграждение (10–30% от взысканных сумм)	Защита от увольнения, анонимность, программа FCA, но вознаграждение меньше	Различается по странам, ESMA promotes best practices
Программы смягчения наказания (Leniency)	Развиты (DOJ, SEC, CFTC – первые сообщившие получают иммунитет)	Применяются FCA, соответствуют международным стандартам	Применяются национальными регуляторами, гармонизация через ECN+

Великобритания и ЕС также используют широкий спектр санкций, от гражданско-правовых до уголовных. После скандалов с манипуляцией LIBOR и FX benchmark регуляторы всех трех юрисдикций активизировали использо-

вание уголовных санкций против физических лиц [8]. Однако режимы осведомителей (whistleblower) работают по-разному. В США программа SEC предусматривает значительные денежные вознаграждения (10–30% от взысканных сумм,

превышающих \$1 млн), что привело к резкому росту числа сообщений. В Великобритании FCA также поощряет сообщения, но вознаграждение не является законодательно закрепленным и применяется реже, акцент сделан на защите от увольнения. В ЕС гармонизация режимов осведомителей через Директиву (ЕС) 2019/1937 находится на начальном этапе, и национальные практики все еще сильно различаются: от щедрых программ в некоторых странах до их полного отсутствия в других. Это сравнение демонстрирует, что доступность и привлекательность механизмов информирования о нарушениях в финансовом секторе стала важным инструментом контроля, но его эффективность напрямую зависит от законодательного дизайна.

Заключение

Сравнительный анализ контрольных процедур в США, Великобритании и ЕС выявляет четкую тенденцию к конвергенции функциональных требований. Все три юрисдикции после кризиса 2008 года ужесточили контроль за системно значимой инфраструктурой, ввели обязательные предторговые рискованные контроли для алгоритмической торговли и унифицировали требования к механизмам приостановки торгов.

Тем не менее, институциональные различия сохраняются и имеют значение для практики применения контроля. Более того, Brexit стал катализатором новой дивергенции: Великобритания сознательно отходит от некоторых правил ЕС, стремясь повысить конкурентоспособность своего финансового сектора. Это создает «регуляторный треугольник», где США придерживаются

модели жестких правил в сочетании с мощными CPO, ЕС развивает наднациональную гармонизацию под эгидой ESMA, а Великобритания экспериментирует с «умным дерегулированием» в рамках сохранения высоких стандартов надзора.

США продолжают опираться на мощную систему CPO и сквозные технологические решения (CAT). Великобритания создала централизованную модель надзора в лице FCA, делающую акцент на функциональном соответствии и защите средств, и сейчас адаптирует ее к условиям автономного регулирования. ЕС, в свою очередь, развивает двухуровневую систему, где ESMA играет ключевую роль в гармонизации практик национальных регуляторов, стремясь к созданию единого интегрированного рынка капитала.

Понимание этих различий критически важно для глобальных участников рынка, поскольку соблюдение требований в одной юрисдикции не гарантирует автоматического соответствия в другой, особенно в таких чувствительных областях, как правоприменительные процедуры, стандарты сегрегации капитала и требования к алгоритмической торговле. Финансовым институтам, работающим на трансграничной основе, рекомендуется внедрять адаптивные системы комплаенс-контроля, способные учитывать как общие стандарты (базельские принципы, рекомендации IOSCO), так и специфические требования SEC, FCA и ESMA/национальных регуляторов ЕС. Дальнейшие исследования в этой области могут быть посвящены количественной оценке эффективности различных контрольных процедур и анализу их влияния на ликвидность и волатильность финансовых рынков.

Библиографический список

1. Еврокомиссия усиливает надзор за финансовой инфраструктурой / Logos-pres. – 2025. – URL: <https://logos-pres.md> (дата обр. 01.03.2026).
2. Algorithmic Trading Infrastructure: Regional Trends, Microstructure Implications, and Execution-Layer Realities / NanoConda. – 2025. – URL: <https://nanoconda.com/blog/algorithmic-trading-infrastructure-regional-trends-microstructure-implications-and-execution-layer-realities> (visited on 03/01/2026).
3. Artificial Intelligence and Machine Learning Across the UK, EU and US: Bridging the Regulatory Divide / Katten Muchin Rosenman LLP. – 2023. – URL: <https://www.katten.com> (visited on 03/01/2026).
4. Carey T. Amid an AI revolution the question is how to use the tech responsibly / FT Adviser. – 2025. –

- URL: <https://www.ftadviser.com> (visited on 03/01/2026).
5. CFTC Changes to the Wells Process and Rules of Practice / Davis Wright Tremaine. – 2025. – URL: <https://www.dwt.com> (visited on 03/01/2026).
 6. ESMA announces intention to publish guidance on algorithmic pre-trade controls under MiFID II / A&O Shearman. – 2025. – URL: <https://www.aoshearman.com> (visited on 03/01/2026).
 7. High Frequency Trading – Regulation and Litigation Risks / Corporate Disputes Magazine. – 2015. – URL: <https://www.corporatedisputemagazine.com/high-frequency-trading-regulation-and-litigation-risks> (visited on 03/01/2026).
 8. *Johnson D.* UK, EU and US Comparison. – London : Oxford University Press, 2025.
 9. *Lee J., Schu L.* Algorithmic Trading Regulation: The Frameworks for Human Supervision and Direct Market Interventions. – 2021. – URL: <https://kluwerlawonline.com/journalmanual/European+Business+Law+Review/33.2/EULR2022006> (visited on 03/01/2026).
 10. MiFID II Mandate on Circuit Breakers / European Banking Authority. – 2025. – URL: <https://www.eba.europa.eu> (visited on 03/01/2026).
 11. Organization of exchanges / Britannica Money. – URL: <https://www.britannica.com/money/organization-of-exchanges> (visited on 03/01/2026).
 12. Payment, Clearing, and Settlement Supervision under Dodd-Frank / Faegre Drinker Biddle & Reath LLP. – 2020. – URL: <https://www.faegredrinker.com> (visited on 03/01/2026).
 13. Stamp Taxes on Shares Manual: Recognised Investment Exchanges / UK Government. – 2024. – URL: <https://www.gov.uk> (visited on 03/01/2026).
 14. What is an Exchange? // Classification and Market Structure: Law and Regulation. – Oxford : Oxford University Press, 2000.
 15. What Is FCA Regulation and Why FX Clients Should Care / Cambridge Currencies. – 2025. – URL: <https://www.cambridgecurrencies.com> (visited on 03/01/2026).