



Банк России



УНИВЕРСАЛИЗАЦИЯ ИЛИ СПЕЦИАЛИЗАЦИЯ? РОЛИ УЧАСТНИКОВ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ

Доклад для общественных консультаций

Москва
2024

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение.....	2
Ключевые тезисы.....	3
Эффекты для участников рынка в зависимости от направлений.....	6
1. Текущая архитектура российского фондового рынка: краткий обзор.....	7
2. Международный опыт универсальной и специальной архитектуры на финансовом рынке.....	9
Прямой доступ.....	9
Интернализация и кросс-агентирование.....	11
3. Возможные направления развития архитектуры фондового рынка.....	14
3.1. Универсализация архитектуры.....	14
Эффекты для инфраструктурных организаций.....	14
Эффекты для брокеров.....	15
Эффекты для конечных клиентов.....	16
Эффекты для рынка в целом.....	16
3.2. Специализация архитектуры.....	18
Эффекты для рынка в целом.....	18
Выводы.....	19
Вопросы для обсуждения.....	21
Список сокращений и глоссарий.....	22

Доклад подготовлен совместно Департаментом стратегического развития финансового рынка, Департаментом инвестиционных финансовых посредников и Департаментом инфраструктуры финансового рынка.

Ответы на вопросы, поставленные в докладе, а также замечания и предложения к нему просим направлять до 31.07.2024 включительно на адрес: newreal@cbr.ru.

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM

107016, Москва, ул. Неглинная, 12, к. В

Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2024

ВВЕДЕНИЕ

Последние годы российский фондовый рынок претерпел значительные изменения. С одной стороны, брокеры развивают услуги интернализации¹ и кросс-агентирования², позволяющие клиентам совершать сделки с ценными бумагами вне организованных торгов. С другой стороны, профессиональным сообществом активно обсуждается вопрос возможности предоставления некоторым группам клиентов прямого доступа, то есть совершения сделок на организованных торгах без участия брокеров.

Развитие обеих тенденций ведет к размыванию границ между функциями инфраструктурных организаций (организатора торговли, центрального контрагента и центрального/расчетного депозитария) и брокеров, что меняет структуру фондового рынка и влияет на его системную устойчивость, включая торговую активность, а также ценообразование на ценные бумаги и ПФИ. В результате может потребоваться пересмотр механизмов обеспечения финансовой устойчивости участников фондового рынка, защиты прав потребителей финансовых услуг и обеспечения финансовой стабильности рынка в целом.

¹ В докладе под интернализацией понимается исполнение поручения клиента путем совершения брокером за свой счет сделки с третьим лицом с последующим совершением сделки с данным клиентом (пункт 2.3 статьи 3 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»).

² В докладе под кросс-агентированием понимается модель совершения сделок брокером, при которой он одновременно является представителем разных сторон в сделке (пункт 2.1 статьи 3 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»).

КЛЮЧЕВЫЕ ТЕЗИСЫ

1. Настоящий доклад посвящен анализу альтернативных направлений развития архитектуры российского фондового рынка, находящихся в центре внимания профессионального сообщества. Актуальность дискуссии, с одной стороны, связана с созданием брокерской инфраструктуры, позволяющей клиентам совершать сделки с ценными бумагами вне организованных торгов (с применением интернализации и кросс-агентирования), а с другой – с обсуждением участниками рынка вопроса о возможности предоставления некоторым группам клиентов прямого доступа, то есть совершения сделок на организованных торгах без участия брокеров.
2. Для современной архитектуры российского финансового рынка в явном виде характерно разделение функций между инфраструктурными организациями и брокерами. В то же время наблюдаются признаки альтернативной организации рынка. В частности, объем сделок, осуществленных брокерами вне организованных торгов по модели интернализации или кросс-агентирования, составляет порядка 6% от объема биржевых торгов в 2024 году. Однако по отдельным бумагам он может достигать трети объема их торгов. Кроме того, прямой доступ используется на валютном и денежном рынках, где участниками являются отдельные корпоративные клиенты, чья доля в торгах составляет менее 1% от общего объема.
3. В международной практике прямой доступ на фондовом рынке предоставляется лишь отдельным категориям инвесторов и на определенных условиях, а наиболее близкие исторические аналоги расширенного прямого доступа в настоящее время запрещены. Однако его предоставление нашло распространение на рынках цифровых активов. Жесткость регулирования интернализации и кросс-агентирования в зарубежной практике пропорциональна масштабам деятельности и сопутствующим ей рискам. При этом главным предметом регулирования выступает эффективность ценообразования на финансовые инструменты.
4. Банк России предлагает обсудить два возможных направления развития архитектуры финансового рынка. С одной стороны, продолжение универсализации функций брокеров и инфраструктурных организаций, то есть свободное и одновременное развитие интернализации, кросс-агентирования и прямого доступа. С другой стороны, сохранение традиционного разграничения их функционала в интересах эмитентов и инвесторов. Выбор направления определяется балансом выгод и издержек для всех участников финансового рынка, в первую очередь для инвесторов и эмитентов, а также его устойчивостью.
5. Основные возможные эффекты в случае развития универсализации:
 - Универсализация предполагает, что инфраструктурные организации будут оказывать услуги на условиях публичности договора (всем, кто обратится за соответствующей услугой), а брокеры – публичности котировок (обязанность брокера заключить сделки по транслируемым им котировкам).
 - Инфраструктурным организациям потребуется осуществить доработку технологической базы, что приведет к усложнению их внутренних процессов. Кроме того, будет необходимо обеспечить комплекс мер по организации обслуживания клиентов, работе

с новыми рисками и внедрению инструментов по обеспечению защиты их прав, что, в частности, может потребовать изменения подходов к управлению рисками расчетного депозитария и центрального контрагента, а также их докапитализации.

- Реализация прямого доступа для большого количества клиентов затруднительна. На текущий момент на российском рынке отсутствует необходимая для него технологическая база, притом что выгоды для клиентов и финансового рынка в целом не очевидны.
 - Технологии интернализации и кросс-агентирования разработаны и применяются отдельными брокерами. Тем не менее расходы на создание и поддержание собственной инфраструктуры в случае увеличения доли поручений, исполняемых вне централизованной системы торговли, возрастут.
 - Отвлечение значительных ресурсов от текущей деятельности инфраструктурных организаций и брокеров может оказать негативное влияние на качество и темпы ее развития.
 - Принадлежность центрального депозитария к одной группе компаний в условиях универсализации может препятствовать справедливой конкуренции, что может потребовать его выделения в качестве независимой инфраструктуры рынка или рассмотрения вопроса о децентрализации учетной инфраструктуры.
 - Множественность пулов рыночной ликвидности потребует выработки новых подходов к определению индикативной цены финансового актива и обеспечению целостности информации о динамике цен одних и тех же активов на разных торговых площадках.
 - Улучшение отдельных неценовых условий для отдельных клиентов, например увеличение скорости совершения сделок, может сопровождаться ростом тарифов, поэтому для подавляющего числа розничных инвесторов с небольшими оборотами ситуация значительно не изменится, они по-прежнему будут заинтересованы во взаимодействии с брокерами.
 - В условиях формирования нескольких пулов ликвидности с различной оборачиваемостью могут снизиться возможности для выхода на рынок новых эмитентов.
 - Обеспечение системной устойчивости финансового рынка при одновременном сосуществовании множества вариантов ведения деятельности потребует пересмотра текущего пруденциального регулирования.
 - Возможный рост объемов внебиржевого рынка сделает актуальным распространение на него требований, касающихся противодействия манипулированию рынком и недобросовестным практикам.
6. Основные возможные эффекты в случае сохранения специализации:
- Сохранение сложившейся на российском рынке концентрации ликвидности и механизмов ценообразования.
 - Для ряда финансовых инструментов и сделок потребуется проработать регуляторные меры, снижающие риск фрагментации ликвидности, например установление лимитов на объемы внебиржевых операций, совершаемых брокерами с применением интернализации и кросс-агентирования.

- Требования к интернализации и кросс-агентированию должны позволять клиентам брокеров исполнять заявки вне организованных торгов при достижении существенной выгоды для клиентов.
 - Ограничение новых бизнес-моделей брокеров будет оказывать влияние на процесс формирования конечной стоимости услуг для клиентов. Для минимизации издержек может потребоваться пересмотр подходов к формированию тарифов инфраструктурных организаций и созданию общерыночных сервисов с учетом позиций заинтересованных участников рынка, в том числе через институты биржевого совета и комитеты пользователей.
 - Асимметрия между рабочими часами инфраструктуры рынка и брокерами поставит вопрос о расширении торговли в выходные дни.
7. С учетом перечисленных выгод, издержек и рисков (см. раздел «Эффекты для участников рынка в зависимости от направлений») сохранение специализации представляется более предпочтительным направлением развития архитектуры российского фондового рынка, в том числе в условиях внешней неопределенности. Выбор данного направления потребует выработки дополнительных подходов к регулированию как инфраструктурных организаций (в части ограничения возможности прямого доступа и пересмотра подходов к тарификации и стратегии развития общерыночных сервисов), так и финансовых посредников (в части требований к интернализации и кросс-агентированию).

ЭФФЕКТЫ ДЛЯ УЧАСТНИКОВ РЫНКА В ЗАВИСИМОСТИ ОТ НАПРАВЛЕНИЙ

Участник рынка	Направление «Универсализация рынка»		Направление «Специализация рынка»	
	Возможности	Издержки/риски	Возможности	Издержки/риски
Инфраструктура	Расширение деятельности за счет предоставления клиентам новых услуг на основе публичного договора	<ul style="list-style-type: none"> Значительный рост операционной нагрузки Усложнение риск-профиля и регулирования биржевой группы Необходимость пересмотра политики по управлению рисками, включая докапитализацию центрального контрагента и центрального депозитария Возможная необходимость децентрализации учетной инфраструктуры Необходимость создания консолидированной ленты цен 	<ul style="list-style-type: none"> Продуктовая специализация позволяет поддерживать качество услуг Расширение деятельности за счет исполнения большей части поручений клиентов на организованных торгах 	<ul style="list-style-type: none"> Запрет на предоставление прямого доступа Пересмотр подходов к формированию тарифов биржевой группы
Посредники	Повышение маржинальности за счет исполнения большей доли заявок вне организованных торгов	<ul style="list-style-type: none"> Рост издержек на обеспечение собственной инфраструктуры Усложнение регулирования Трудности с реализацией условия best execution 	Повышение влияния на тарификацию и предложение общедоступных услуг инфраструктуры	<ul style="list-style-type: none"> Усложнение регулирования интернализации и кросс-агентирования Сокращение доходов от интернализации и кросс-агентирования
Инвесторы	<ul style="list-style-type: none"> Возможность извлечения дохода от разницы цен на разных торговых площадках (ценовой арбитраж) Пакетное обслуживание – от пред- до посттрейдинговых услуг 	<ul style="list-style-type: none"> Потенциальный рост издержек (тарифов) для финансирования конкурирующих инфраструктур Риски некорректного ценообразования активов Операционные трудности с управлением портфелем, инструменты из которого обращаются на разных торговых площадках Риски ограничения доступа к разным пулам ликвидности 	<ul style="list-style-type: none"> Обеспечение эффективности и непрерывности ценообразования Поддержание емкого активного рынка 	Невозможность избавиться от кредитного и кастодиального риска на брокера
Эмитенты	Доступность альтернативных торговых площадок	Ухудшение условий выхода на рынок из-за фрагментации ликвидности	Сохранение целостности и объема ликвидности рынка	Издержки и риски не меняются относительно текущей ситуации

1. ТЕКУЩАЯ АРХИТЕКТУРА РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА: КРАТКИЙ ОБЗОР

В настоящее время для российского финансового рынка свойственна двухуровневая модель, то есть разделение функций между инфраструктурными организациями и брокерами. Данная модель характерна для подавляющего числа финансовых рынков как развитых, так и развивающихся экономик.

По итогам 2023 г. количество конечных клиентов на российских фондовых биржах превысило 30 млн за счет предоставления брокерами доступа к биржам всем своим клиентам. В то же время количество активных клиентов, совершивших минимум одну сделку в месяц, существенно ниже и составляет от 300 тыс. до 4 млн граждан.

Объем торгов на российском организованном рынке акций в 2023 г. вырос на 31%, облигаций – более чем в 2 раза. При этом на физических лиц приходится 79 и 32% объема торгов акциями и облигациями соответственно. Ввиду внешних ограничений организованные торги иностранными акциями сократились практически на 99%. В то же время объем рыночной ликвидности относительно невелик.

Основная функция инфраструктурных организаций – создание и обеспечение условий для организации и ведения торгов. В первую очередь это предоставление площадки для сведения продавцов и покупателей, а также последующие клиринг и учет торгуемых активов (ценных бумаг, валюты и т.д.).

Второй не менее значимой функцией выступает **стабилизация ценообразования на торгуемые активы**, в том числе за счет противодействия инсайдерской торговле и предоставления доступа к рыночной информации. Кроме того, инфраструктурные организации играют важную роль в консолидации ликвидности. Они **не изолированы от внебиржевого рынка** и предоставляют отдельные услуги в отношении ценных бумаг без листинга, например централизованный клиринг сделок с внебиржевыми ПФИ.

Таким образом, **специфика работы инфраструктурных организаций заключается в снижении транзакционных издержек за счет эффекта масштаба и стандартизации процессов**, а их основные риски связаны с операционными процедурами и способностью технологической базы выдерживать торговую нагрузку.

В большинстве случаев инфраструктурные организации не взаимодействуют напрямую с инвесторами, их тарифы включаются в финальную стоимость услуг финансовых посредников. В то же время **возможности корректировки тарифов могут значительно различаться у финансовых посредников за счет разницы в конкурентных условиях.** В частности, на российском рынке с 2022 г. часть биржевых тарифов выросла почти в 3 раза¹ при практически неизменном уровне аналогичных тарифов брокеров.

Основные функции финансовых посредников² – привлечение клиентов и обеспечение их доступа к торгам, маржинальное кредитование (торговля с плечом), **андеррайтинг³ и предоставление информационно-аналитических услуг**, в том числе инвестиционного консультирования. С точки зрения общерыночных функций брокеры содействуют

¹ Открытая информация ПАО Московская Биржа по изменению тарифов на [валютном](#), [фондовом](#) и [срочном](#) рынках.

² В докладе под финансовым посредничеством преимущественно понимается брокерская деятельность.

³ Организация выпусков ценных бумаг.

стабилизации ценообразования и противодействию инсайдерской торговле, а также администрируют собственные финансовые индексы. Кроме того, брокеры выступают в качестве налоговых агентов клиентов, обеспечивают администрирование ПОД/ФТ, открытие и ведение ИИС и т.д.

Множественность функций финансовых посредников во многом связана со спецификой их деятельности – они обеспечивают взаимодействие с инвесторами, предоставляют пакетное обслуживание, выполняют нестандартные запросы клиентов, берут на себя часть контрольных задач. Улучшение качества и удобства предоставления услуг, развитие цифровых решений и мобильных приложений оказывают значимое влияние на рост числа розничных инвесторов и поддержание их интереса к торговле.

На российском рынке брокерских услуг значительную долю по количеству клиентов занимает ряд крупнейших игроков. Более половины (52,7%) клиентов – физических лиц приходится на одного лидера, почти половина юридических лиц (46,2%) приходится на трех крупнейших участников. По объему клиентских активов рынок брокерских услуг более диверсифицирован – на 10 крупнейших компаний приходится 63% активов инвесторов на брокерских счетах.

В то же время конкуренция между брокерами позволяет предоставлять значительный спектр услуг с обширной тарифной сеткой. Например, комиссии за исполнение поручений на фондовом, срочном, валютном, товарном и денежном рынках варьируются от 0 до 1,9%.

В России в настоящее время существует практика сведения сделок клиентов внутри систем брокеров, причем она развивается **по модели кросс-агентирования**. Модель интернализации не получила значимого распространения. В частности, в 2024 г.⁴ среднемесячный объем совершенных сделок посредством кросс-агентирования составил 253,3 млрд руб., что больше аналогичного значения в 2023 г. примерно на 13%. Однако на текущий момент его объемы значительно ниже организованного рынка и эквивалентны около 6% объемов торгов на фондовой секции Московской Биржи⁵. В то же время по отдельным бумагам доля таких сделок может достигать трети биржевого оборота. Несмотря на **значительный рост в 2024 г. среднемесячного объема сделок в выходные дни – более чем на 160%**, с 6,5 до 17,2 млрд руб., он все еще незначителен и сравним с 0,4% объема биржевых торгов.

Для обеспечения устойчивости рынка **действуют требования к брокерам и сделкам, совершаемым в рамках интернализации и кросс-агентирования**. Брокер должен соблюдать общие требования, направленные на обеспечение защиты прав инвесторов, включая требование по исполнению поручения клиента в соответствии с его указаниями на наилучших условиях (best execution), а также по предоставлению клиенту до принятия его поручения информации, необходимой для принятия инвестиционного решения⁶. Для исполнения поручения клиента путем совершения с ним сделки брокер должен (за исключением ряда случаев, в том числе невозможности ее совершения на бирже)⁷ совершить зеркальную сделку по общему правилу на бирже в целях снижения размытия ликвидности.

⁴ По данным за январь – апрель 2024 года.

⁵ Без учета однодневных облигаций.

⁶ Пункты 2, 2.4, 2.5 статьи 3 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

⁷ Пункт 2.3 статьи 3 Федерального закона № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», при этом соответствующие случаи предусмотрены Указанием Банка России от 07.12.2020 № 5652-У.

2. МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ УНИВЕРСАЛЬНОЙ И СПЕЦИАЛЬНОЙ АРХИТЕКТУРЫ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

Прямой доступ

Развитие цифровых технологий, алгоритмической и высокочастотной торговли приводит к появлению сервисов предоставления технического доступа, которые предполагают меньшее участие финансовых посредников, что ускоряет совершение сделки. Тем не менее **на текущий момент в мире прямой доступ предоставляется лишь отдельным категориям инвесторов и на определенных условиях.**

Врезка 1. DMA и SMA

В международной практике под прямым доступом, как правило, понимают технологии DMA (Direct Market Access) и SMA (Sponsored Market Access), которые предоставляют клиентам возможность подачи поручений в книгу заявок организатора торговли через брокера, но с его минимальным участием. При этом указанные определения не унифицированы: они могут как включаться в законодательство¹ (США, ЕС, Индия), так и ограничиваться определением национальных бирж (ЮАР, Россия, Гонконг). Кроме того, в материалах IOSCO² понятия раскрываются в рамках прямого электронного доступа (Direct Electronic Access – DEA).

DMA предполагает наличие посредника, который предоставляет своим клиентам доступ к своему идентификатору участника торгов и инфраструктуре. По этой причине функционально DMA отличается от иных электронных форм доступа (например, обычная торговля через мобильное приложение брокера) тем, что **клиент получает возможность по своему усмотрению определять точное время ввода поручения и срок его действия** вплоть до долей секунды, а посредник утрачивает большинство возможностей по корректировке и оптимизации поручения.

SMA отличается от DMA использованием клиентом собственной инфраструктуры для доступа к торговой площадке. Роль посредника заключается в предоставлении идентификатора участника торгов, а обязательные процедуры, направленные на минимизацию торговых рисков, могут проводиться как посредником, так и самим организатором торговли.

Основными пользователями выступают крупные институциональные инвесторы, профессиональные трейдеры и их клиенты, а также нефинансовые корпорации, которые комбинируют преимущества DMA/SMA и алгоритмической торговли. **Неквалифицированные инвесторы обычно не имеют возможности получить прямой доступ³**, что обуславливается как обеспечением защиты их интересов, так и спецификой предоставления DMA/SMA.

Перечень активов, которыми торгуют при помощи DMA/SMA, **ограничен**. Как правило, к ним относятся контракты на разницу цен (contract for difference – CFD), а также наиболее ликвидные акции и ETF. Основные преимущества DMA/SMA достигаются при торговле активами, стоимость которых меняется в течение микросекунд. В то же время высокочастотная торговля сопровождается значительными рисками. В соответствии с рекомендациями ESMA⁴ в ЕС клиенты должны быть предупреждены, что при торговле CFD порядка 74–89% розничных инвесторов теряют свои средства.

¹ В США термин используется в Rule 15c3-5 under the Security Exchange Act of 1934, в ЕС термин установлен в MiFID II, в Индии – SEBI's circular no.MRD/DoP/SE/Cir-7/2008.

² IOSCO Principles for Direct Electronic Access to Markets, 2010.

³ WFE. Retail trading: an analysis of global trends and drivers, 2022.

⁴ European Securities and Markets Authority. Notice of ESMA's Product Intervention Renewal Decision in relation to contracts for differences. Предупреждение о высоком уровне риска должно основываться либо на собственной статистике посредника, либо на основании оценки ESMA, которые в целом совпадают.

Наиболее близким аналогом прямого доступа к торгам без финансовых посредников можно считать «голый» доступ (Naked Market Access – NMA), который существовал в США до 2010 года. **NMA предполагал однократное заимствование клиентом идентификатора финансового посредника и последующую самостоятельную торговлю на бирже с практически полным отсутствием процедур по управлению рисками.** При этом значимую роль играло взаимное доверие между клиентом и брокером, так как, несмотря на отсутствие возможностей по контролю поручений, **ответственность за возможные потери все равно нес финансовый посредник.** Поэтому в случае NMA к клиенту предъявлялись более высокие неформальные требования со стороны брокера для минимизации своих возможных рисков, а сам доступ предоставлялся исключительно профессиональным инвесторам.

В результате неконтролируемого использования NMA совместно с высокочастотной алгоритмической торговлей **появились так называемые «мгновенные обвалы»** (Flash Crash) – быстрое падение и восстановление стоимости бумаг. Самый известный пример – 14:32 6 мая 2010 г.⁸, когда в течение нескольких минут промышленный индекс Доу Джонса снизился на 9%. Значительные колебания длились 36 минут и привели к временным потерям порядка 1 трлн долл. США. В результате пятилетнего расследования выявлено, что ситуация стала результатом деятельности одного профессионального инвестора, который при помощи NMA и торговых алгоритмов осуществлял манипулирование рынком посредством размещения в короткие сроки множества заявок и их последующей отмены.

Для недопущения подобных событий в дальнейшем SEC **внесла изменения в регулирование**⁹, **обязуя брокеров внедрять инструменты управления рисками и проверять сделки на предмет их корректности и соответствия установленным требованиям.** Аналогичные критерии внедрены в Европе в рамках MiFID. В результате NMA к настоящему моменту запрещен в большинстве стран мира, а технология SMA значительно отличается от первоначального варианта более строгим отношением к управлению рисками со стороны финансового посредника.

В России брокерские сервисы SMA (спонсируемого доступа) получили развитие с 2018 г. и стали инструментом увеличения прозрачности и ликвидности внутреннего рынка. В то же время сервисы непосредственного (без участия брокера) прямого допуска к торгам российских организаторов торговли **в первую очередь используются для доступа к валютному рынку**, а также рынку депозитов.

Основной спрос на непосредственный (без участия брокеров) прямой доступ со стороны российских организаторов торговли традиционно предъявляют институциональные инвесторы. Дополнительно к профессиональным участникам рынка ценных бумаг и кредитным организациям прямой доступ на валютном рынке имеют корпоративные клиенты, на фондовом рынке – управляющие компании.

По итогам 2023 г. на валютном рынке активными значились 26 корпоративных участников торгов (крупные промышленные и нефтегазодобывающие компании). Их объем торгов составил 0,9% от общего оборота на валютной секции Московской Биржи.

Активных управляющих компаний на фондовой секции Московской Биржи в 2023 г. насчитывалось четыре, объем их сделок составил 0,01% оборота соответствующей секции, на СПБ Бирже – три управляющих компании с долей в объеме торгов менее 0,5%.

⁸ CFTC and SEC. Findings regarding the market events of May 6, 2010: Reports of the Staffs of the CFTC and SEC to the Joint Advisory Committee on Emerging Regulatory Issues, 2010.

⁹ [SEC Adopts New Rule Preventing Unfiltered Market Access](#), 2010.

Еще одним аналогом прямого доступа на российском рынке являются ЦФА, сделки с которыми могут осуществляться без участия финансовых посредников. Вместе с тем, как показывает опыт нового сегмента рынка, отсутствие на нем брокеров и иных финансовых посредников может являться одним из факторов, ограничивающих ликвидность и возможности вторичного обращения. В этой связи в настоящее время обсуждаются форматы участия финансовых посредников в сделках с ЦФА, в том числе с использованием открытых программных интерфейсов, или Открытых API. Новым технологическим решением на финансовом рынке можно также считать финансовые платформы, соединяющие напрямую поставщиков финансовых продуктов и потребителей – физических лиц.

Врезка 2. Криптовалютные биржи

Криптовалютные биржи фактически реализуют механизм прямого доступа, так как клиенты хранят цифровые активы и совершают сделки непосредственно на торговых площадках без участия финансовых посредников. Наряду с моделью прямого доступа, существует посредническая модель, когда клиенты совершают операции на криптобиржах через посредников – банки и брокеров, но такая модель распространена сравнительно меньше.

С одной стороны, прямой доступ на криптобиржи позволяет клиентам не принимать риски на посредников. С другой стороны, такой доступ является вызовом для бирж, которые вынуждены создавать собственные системы комплаенса и обеспечивать связь между биржевыми торгами цифровыми активами и банками, где клиенты хранят денежные средства.

Интернализация и кросс-агентирование

В международной практике жесткость регулирования интернализации и кросс-агентирования пропорциональна их масштабам и сопутствующим рискам. Как правило, корректировка регулирования становилась ответной реакцией на развитие новых бизнес-моделей брокеров и рост их влияния на финансовый рынок.

В США интернализация и кросс-агентирование разрешены, а правила функционирования альтернативных торговых систем (далее – ATS) определяются актом Regulation ATS¹⁰. ATS должны транслировать лучшие котировки и их объемы национальным фондовым биржам, а также давать возможность заключать сделки в объеме и по ценам, указанным клиентом¹¹. С этой целью регулятор ведет проверки цен сделок клиентов на предмет соответствия требованиям лучшей цены.

На январь 2023 г. распределение объема торгов акциями в США выглядит следующим образом: 57,9% объема торгов приходится на 16 бирж, 10,2% – на 32 ATS, 23,9% – на 6 OTC-маркетмейкеров и 6,3% – на внебиржевые сделки¹².

В ЕС разрешена интернализация, к ней применяются жесткие требования к раскрытию информации¹³ профессиональными участниками рынка¹⁴ в части предторгового контроля и результатов исполнения сделок. Для ликвидных инструментов, обращающихся на торговых площадках, интернализаторы обязаны транслировать котировки публично,

¹⁰ Rules 300–304 Part 242 Chapter II Title 17 Code of Federal Regulation (CFR) USA.

¹¹ Rule 301 (b) (3).

¹² National Society of Compliance Professionals. U.S. Equity Market Structure, January 2023.

¹³ Article 14 and 15 MiFIR.

¹⁴ В соответствии с MiFID II используется термин «систематический интернализатор».

а для неликвидных инструментов – только по запросу клиента¹⁵. В случае получения заявки клиента интернализатор обязан заключать с ним сделку на условиях, транслируемых в публичной котировке. Кроме того, действуют требования к объему котировки – он должен составлять по меньшей мере 10% от SMS¹⁶ соответствующего инструмента.

Наличие в ЕС множества как классических рынков, так и рынков с меньшей степенью регулирования¹⁷ требует консолидации торговой информации и предоставления к ней недискриминационного доступа заинтересованным лицам. Данная проблема была решена путем установления требования к участникам рынка по формированию соответствующих отчетов, данные из которых должны находиться в бесплатном доступе спустя 15 минут¹⁸ после сделки, а также к сервисам по агрегации соответствующей торговой информации и предоставлению доступа к ней. Кроме того, регулирование предполагает, что интернализатор не может совмещать свою деятельность по управлению многосторонней системой¹⁹ и совершать сделки на двусторонней основе.

В ряде юрисдикций возможности интернализации существенно ограничены – она может осуществляться только в определенных случаях и в соответствии с регуляторными требованиями. Например, в Гонконге²⁰ разрешение на интернализацию финансовым посредникам выдается регулятором индивидуально и может включать ограничения на группы клиентов, заявки которых могут интернализировываться. В Канаде и Австралии интернализировывать можно только заявки выше определенного объема и только в случае, если в результате интернализации цена будет лучше на 1 минимальный шаг биржевой цены²¹.

На развивающихся фондовых рынках с большим числом розничных инвесторов интернализация запрещена или нецелесообразна ввиду исторических причин.

В частности, изначально запрет на интернализацию был закреплен в законодательстве Китая²² и Бразилии²³, а в ЮАР в течение долгого времени действовали технологические ограничения²⁴. Основным аргументом регуляторов против изменения сложившейся ситуации обычно выступает то, что совершение сделок вне организованных торгов может оказывать негативное влияние на целостность рынка и эффективность ценообразования.

¹⁵ Однако SI имеют право устанавливать политику доступа к своим котировкам и устанавливать ограничения частоты/количества инцидентов запроса котировок со стороны клиентов.

¹⁶ Standard market size – величина, устанавливаемая для финансового инструмента, примерно равная среднему объему сделок с ним, выраженному в евро.

¹⁷ OTF (Organised Trading Facility) – организованная торговая площадка; MTF (Multilateral Trading Facility) – многосторонняя торговая площадка.

¹⁸ Paragraph 1 Article 64 MiFID II.

¹⁹ Регулируемый рынок, MTF и OTF.

²⁰ SFC. Guidelines for the Regulation of Automated Trading Services.

²¹ Канада – Part 6.4–5 Universal Market Integrity Rules; Австралия – Part 6.4 Market Integrity Rules.

²² Article 39 and 145 Securities Law of the People's Republic of China.

²³ Article 59 Instrucao CVM 461.

²⁴ До 2012 г. Йоханнесбургская фондовая биржа использовала ИТ-платформу Лондонской фондовой биржи, что не позволяло брокерам интернализировать поручения (IMF. South Africa: Detailed Assessment of Implementation on IOSCO Principles – Securities Markets, 2010).

Врезка 3. Биржевой брокер

Одним из способов работы инфраструктурной организации с конечными клиентами или предоставления услуг другим брокерам может являться создание на ее базе дочернего брокера. В таком случае расширение прямого доступа фактически не происходит, так как дочерняя организация конкурирует с традиционными финансовыми посредниками без изменения действующего доступа к торгам.

Международная практика наличия брокерской лицензии у инфраструктурных организаций существует, однако встречается редко и не оказывает значимого влияния на рынок из-за небольшого объема операций или технических функций дочернего брокера. Например, в 2022 г. американская Miami International Holdings¹ приобрела компанию Dorman Trading, обладающую лицензией финансового посредника², для оказания полного спектра услуг по торговле фьючерсами.

В России создание инфраструктурными организациями дочернего брокера не ограничено регулированием и полностью зависит от желания участников рынка. При этом следует различать учреждение такого биржевого брокера для создания дополнительных возможностей по привлечению ликвидности с зарубежных рынков без оказания им услуг клиентам-резидентам и учреждение биржевого брокера в целях конкуренции с другими брокерами.

В последнем случае создание такого биржевого брокера потребует установления специальных требований, направленных на обеспечение равного доступа всех посредников к сервисам инфраструктурных организаций. В частности, потребуются установление специальных механизмов, обеспечивающих невозможность доступа такого биржевого брокера к информации инфраструктурной организации (в том числе информации о клиентах иных участников рынка и их сделках) на условиях, отличающихся от условий предоставления такой информации иным брокерам, в том числе с учетом перспектив внедрения Открытых API.

¹ Головная компания Miami International Securities Exchange.

² FCM – Futures Commission Merchant.

3. ВОЗМОЖНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ АРХИТЕКТУРЫ ФОНДОВОГО РЫНКА

Долгосрочная конфигурация рынка определяется распределением функций между различными типами участников. В зависимости от степени пересечения функций инфраструктурных организаций и брокеров можно выделить два базовых направления развития архитектуры финансового рынка.

С одной стороны, финансовый рынок может **продолжить движение по пути универсализации**. В таком случае инфраструктурные организации смогут предоставлять прямой доступ без посредников при условии, что услуга предоставляется всем клиентам на основании общих прозрачных принципов без дополнительных ограничений. В свою очередь брокеры продолжат практику самостоятельного сведения заявок инвесторов (интернализация и кросс-агентирование) на наилучших доступных условиях.

С другой стороны, может потребоваться **сохранение традиционного разграничения функционала инфраструктурных организаций и брокеров на законодательном уровне**. В связи с этим инфраструктурные организации не смогут предоставлять прямой доступ к торгам без участия брокеров, что может сопровождаться изменением подходов к установлению тарифов. В то же время к брокерам будут предъявляться более жесткие требования для проведения сделок в рамках интернализации и кросс-агентирования. Таким образом, инфраструктурные организации и брокеры будут обладать выраженной специализацией.

Движение по одному из направлений должно определяться устойчивостью к внешним шокам и стабильностью функционирования будущей архитектуры, балансом выгод и издержек для всех участников финансового рынка²⁵, а также соответствовать интересам инвесторов и эмитентов. При этом эволюция архитектуры финансового рынка является длительным процессом, что не предполагает значительных изменений в краткосрочный период. Значимость различных факторов также может уточняться в зависимости от внешних условий. Обсуждая те или иные эффекты, необходимо учитывать и важность устойчивости фондового рынка к возможным санкциям.

Иные направления, как представляется, будут сочетать элементы базовых и различаться комбинацией функций, в связи с чем детально не рассматриваются. В частности, одним из промежуточных вариантов может выступать создание дочернего брокера инфраструктурной организации и его взаимодействие с традиционными брокерами.

3.1. Универсализация архитектуры

В рамках универсального направления на финансовом рынке одновременно предоставляется возможность прямого доступа к торгам и развиваются бизнес-модели брокеров, основанные на сведении поручений клиентов внутри собственной инфраструктуры. Далее перечислены основные выгоды, издержки и риски, с которыми будут встречаться как отдельные участники, так и рынок в целом.

Эффекты для инфраструктурных организаций

Большинство первичных эффектов для инфраструктурных организаций будет связано с необходимостью доработки технологической платформы, в том числе с учетом оказания

²⁵ Краткий перечень представлен в разделе «Эффекты для участников рынка в зависимости от направлений».

услуги на условиях публичного договора, то есть всем, кто обратится за соответствующей услугой.

Потенциальный рост числа новых клиентов, заинтересованных в прямом доступе к торгам, вызовет необходимость **доработки технологической инфраструктуры, а также усложнит внутренние процессы**. Это не только потребует дополнительных инвестиций, которые инфраструктурные организации могут переложить в комиссии, но и изменит их риск-профиль, включая возможную необходимость докапитализации центрального контрагента и центрального депозитария, что может стать предметом отдельного исследования в части доработки регулирующих норм. В частности, потребуются совершенствование программного обеспечения и найма дополнительного персонала, перестройка системы внутреннего контроля и риск-менеджмента.

Операционные эффекты внедрения прямого доступа тесно связаны с необходимостью **совершенствования системы счетов клиентов в ЦК и расчетных депозитариях**.

В частности, в зависимости от числа пользователей прямого доступа будет расширяться практика перехода от омнибусных индивидуальных счетов к сегрегированным. Кроме того, осуществление клиринга напрямую с участием ЦК может стать более выгодным, что, соответственно, приведет к замещению денежного счета у финансового посредника на счет в ЦК. Аналогичная тенденция будет наблюдаться со счетами депо – они будут открываться в расчетном депозитарии организатора торговли.

Кроме того, может потребоваться комплекс мер по организации обслуживания клиентов и внедрению инструментов по обеспечению защиты их прав – в частности, настройка механизмов, не характерных для инфраструктурных организаций, таких как идентификация клиентов, функция налогового агента, ПОД/ФТ, обеспечение резервных каналов подачи поручений, создание инструментов оперативного взаимодействия с клиентами (колл-центры, чат-боты и т.д.).

В случае предоставления маржинального кредитования организатор торговли будет вынужден работать с индивидуальными рисками физических лиц, учитывать краткосрочные инвестиционные стратегии граждан и риск их личного банкротства.

Для **обеспечения финансовой доступности** всем группам населения может понадобиться сеть агентов организатора торговли для общефедерального обслуживания розничных инвесторов. Одновременно физические лица могут оказаться не готовы к использованию более сложного программного обеспечения инфраструктурных организаций, что станет дополнительным барьером для доступа к биржевым инструментам.

Эффекты для брокеров

В ответ на усиление рыночных позиций инфраструктурных организаций брокеры, скорее всего, будут создавать свои объединения и платформы для организации внебиржевой торговли, развивать интернализацию и кросс-агентирование.

В отличие от прямого доступа, необходимые для этого технологии уже разработаны и применяются в рамках бизнес-моделей отдельных брокеров, которые смогут самостоятельно создать технологическую базу для проведения сделок с ценными бумагами гораздо быстрее.

Данные решения требуют инвестиций, которые для большинства брокеров могут быть слишком велики. Это будет стимулировать их на объединение с более крупными игроками, обладающими необходимыми ресурсами и технологиями. В результате **может наблюдаться снижение числа брокеров на рынке**.

Кроме того, ряд брокеров столкнется с **необходимостью изменения подходов к тарификации услуг** из-за прямого доступа части клиентов к организованным торгам.

Эффекты для конечных клиентов

В условиях фрагментации рынка и значительного роста издержек всего рынка **часть расходов может переноситься на конечных клиентов**. С другой стороны, конкуренция между несколькими пулами ликвидности будет вынуждать участников рынка использовать неценовые инструменты привлечения клиентов, расширять продуктовые линейки и предоставлять пакетное обслуживание.

Внедрение прямого доступа может содействовать **увеличению скорости совершения сделок отдельными клиентами** при повышении уровня контроля за своими торговыми решениями. Однако прямой доступ более привлекателен для активных инвесторов с крупными оборотами, которые используют инвестиционные стратегии, основанные на высокочастотной торговле.

Таким образом, возможное улучшение отдельных неценовых условий для клиентов может сопровождаться ростом тарифов. По этой причине в целом **для подавляющего числа розничных инвесторов с небольшими оборотами ситуация значительно не изменится**, они по-прежнему будут заинтересованы во взаимодействии с брокерами.

Формирование нескольких пулов ликвидности с различной оборачиваемостью будет оказывать влияние на возможности для выхода на рынок новых эмитентов, так как ресурсов одного из них может быть недостаточно для удовлетворения интересов крупных эмитентов. Данный фактор особенно важен в текущих условиях ограниченности притока инвестиций с зарубежных рынков. Кроме того, множественность пулов ликвидности создаст и дополнительные **сложности с определением индикативной цены финансового актива**.

Эффекты для рынка в целом

Вследствие пересечения функционала посредников и инфраструктуры финансового рынка **может произойти дублирование расходов на разработку и содержание торговых площадок и околоторговой инфраструктуры**. Отвлечение значительных ресурсов от их текущей деятельности может оказать негативное влияние на качество и темпы ее развития. Одновременно может наблюдаться повышение совокупной операционной нагрузки при общем росте риска технических сбоев на отдельных площадках. В случае замкнутости отдельных пулов ликвидности будет снижаться эффективность выполнения функций центрального контрагента, а также появится потребность в едином центральном контрагенте для нескольких торговых площадок.

Конкурентные позиции крупнейших брокеров усилятся ввиду сравнительно больших возможностей по финансированию развития ИТ-систем и по привлечению клиентов, формирующих основную долю ликвидности рынка. Конкуренция пулов ликвидности приведет к значительному пересмотру тарифов и, вероятно, новой консолидации рынка после определенного периода конкуренции.

При фрагментации рынков возникнет неоднородность ценообразования финансовых инструментов и сложности в определении того рынка, на котором сложились лучшие условия для совершения сделок с ними. Появится проблема формирования «единой консолидированной ленты» цен. Для ее решения может потребоваться установление

обязанности для всех пулов ликвидности отчитываться о сделках в определенном формате, а отдельным субъектам, например администраторам финансовых индикаторов, консолидировать данные указанных отчетов в поток и транслировать в свободном доступе. Это также будет увеличивать издержки на финансовом рынке.

Одновременное сосуществование множества вариантов ведения деятельности и пулов ликвидности может создавать новые риски для финансового рынка и потребует значительного пересмотра текущей системы регулирования.

Регулирование брокеров в случае реализации указанного направления **может потребовать установления более сложного механизма оценки рисков**, который, в свою очередь, станет более трудоемким как для брокеров, так и для надзора за их финансовой устойчивостью. В настоящее время регулирование брокеров в определенной степени опирается на показатели, формируемые именно на организованном рынке, – на рыночную стоимость финансового инструмента, степень рыночной ликвидности инструмента, ставки риска, рассчитываемые инфраструктурной организацией. В случае размытия ликвидности ввиду фрагментации рынка данный подход может потребовать актуализации, так как соответствующие показатели, формируемые на фрагментарных, в том числе организованных, рынках, могут не отражать действительность, в частности справедливую стоимость финансового инструмента. Таким образом, использование биржевых показателей в регулировании в случае оттока ликвидности с биржи не будет в полной мере отражать финансовое состояние участника рынка.

Кроме того, **потребуется выработка новых подходов к ценообразованию ценных бумаг**, учитывающая фрагментацию рыночной ликвидности, в том числе в целях определения наилучших доступных условий совершения сделок в отсутствие концентрации ликвидности на организованных торгах.

В настоящее время уже **существует практика соблюдения лимитов** в отношении объемов сделок, совершаемых внутри инфраструктуры брокеров. Увеличение числа пулов ликвидности приведет к ее распространению и на других участников рынка. В то же время вне зависимости от рассматриваемого сценария рост объемов внебиржевого рынка может потребовать распространения на него требований, касающихся противодействия манипулированию рынком и недобросовестным практикам, по аналогии с организованными торгами.

Регулирование инфраструктурных организаций во многом будет связано с расширением их функционала. В частности, по аналогии с брокерами потребуется существенная переработка действующих требований, в том числе пруденциальных, а также в части совершения сделок с непокрытой позицией, ведения учета клиентских активов и т.д.

Система уровней защиты действующих центральных контрагентов потребует пересмотра и адаптации. В частности, понадобится установить дополнительные требования к системе управления рисками, обеспечению непрерывности деятельности, восстановлению финансовой устойчивости, срокам проведения операций по итогам клиринга и порядку работы с жалобами и претензиями клиентов. Дополнительного внимания потребуют вопросы определения объема раскрываемой информации об участниках торгов и способа предоставления технического доступа к торгам физическим лицам.

Принадлежность центрального депозитария к одной группе компаний в условиях универсализации может препятствовать справедливой конкуренции, что может потребовать его выделения в качестве независимой инфраструктуры рынка или **рассмотрения вопроса о децентрализации учетной инфраструктуры.**

3.2. Специализация архитектуры

Специализация рынка предполагает невозможность совмещения функций инфраструктурной организации и брокера. В результате инфраструктурные организации не могут предоставлять прямой доступ к торгам, а брокеры дополнительно ограничиваются в интернализации и кросс-агентировании. **Данные ограничения позволяют противодействовать фрагментации ликвидности на фондовом рынке и не затрагивают операции на валютном и срочном рынках.**

Эффекты для инфраструктурных организаций, брокеров и конечных клиентов преимущественно противоположны направлению универсализации архитектуры, поэтому далее отдельно рассматриваются только ключевые изменения, влияющие на весь рынок.

Эффекты для рынка в целом

Данное направление предполагает концентрацию ликвидности на площадках инфраструктурных организаций, несмотря на отсутствие возможности прямого доступа для клиентов. Одновременно будет сохранен отлаженный брокерами информационный канал взаимодействия с клиентами, обеспечивающий приток инвесторов на рынок. Для минимизации издержек отдельных участников может **потребоваться пересмотр подходов к формированию тарифов инфраструктурных организаций** с учетом позиций заинтересованных участников. Кроме того, потребуется развитие более тесных коммуникаций инфраструктурных организаций и брокерского сообщества при предоставлении общерыночных услуг.

Дополнительные ограничения на интернализацию и кросс-агентирование должны быть нацелены в первую очередь на увеличение эффективности ценообразования при сохранении качества услуг брокеров. **Асимметрия между рабочими часами организованного рынка и брокеров поставит вопрос о расширении торговли в выходные дни.**

Концентрация рыночной ликвидности не должна ограничивать возможности брокеров по предоставлению клиентам услуг заключения сделок на внебиржевом рынке, особенно с крупными пакетами, на приемлемых ценовых условиях и при ограниченном влиянии на устойчивость рынка. Основными критериями регулирования должны быть экономическая эффективность и минимизация рисков, что потребует не запрета на интернализацию, а разработки дополнительных требований к ее осуществлению.

Врезка 4. Возможные требования к интернализации и кросс-агентированию

Текущее регулирование уже содержит ограничения для брокеров в части интернализации. В частности, предусмотрено, что для того, чтобы исполнить поручение клиента путем совершения с ним сделки, брокер должен провести зеркальную сделку на бирже (за исключением ряда случаев, например невозможности ее совершения на бирже).

В то же время особенных требований в части кросс-агентирования действующее законодательство не содержит, однако его практика осложняется требованием к брокеру исполнять поручения клиента (в случае с кросс-агентированием – обоим клиентам) на наилучших условиях. В случае усиления рисков размытия ликвидности и негативного влияния указанных сервисов на условия совершения сделок на организованных торгах, для ряда финансовых инструментов и сделок потребуется проработать регуляторные меры, снижающие риск фрагментации ликвидности, например установление лимитов на объемы внебиржевых операций, совершаемых брокерами с применением интернализации и кросс-агентирования.

ВЫВОДЫ

Настоящий доклад опубликован для обсуждения альтернативных вариантов с точки зрения характеристик отраслевой организации рынка капитала: фрагментации, издержек, торговой активности, доступности, конкуренции, ценообразования и рисков. Сочетание этих факторов влияет на эффективность и устойчивость финансового рынка в целом.

Инфраструктурные организации потенциально способны снижать транзакционные издержки за счет эффекта масштаба и стандартизации процедур, в то время как брокеры обеспечивают эффективное взаимодействие с инвесторами, предоставляют пакетное обслуживание, выполняют нестандартные запросы, берут на себя часть контрольных функций. Передел или совмещение функционала увеличивает издержки и риски для рынка капитала в целом.

Реализация прямого доступа к торгам для большого количества клиентов затруднительна. На текущий момент на российском рынке отсутствует необходимая для этого технологическая база, при этом выгоды прямого доступа для клиентов и всего финансового рынка не очевидны. Кроме того, в международной практике прямой доступ граждан к биржевым торгам без участия брокера не встречается. Его ближайшие аналоги узкоспециализированы и нацелены на определенные категории инвесторов, а также требуют особого внимания с точки зрения рисков.

Одновременно встает вопрос о расширении возможностей брокеров осуществлять интернализацию и кросс-агентирование, а также создавать внебиржевые торговые платформы. В настоящее время их влияние различается в зависимости от сегмента рынка и торгуемого актива, поэтому жесткость дальнейшего регулирования должна быть пропорциональна возникающим рискам.

Унификация архитектуры рынка может содействовать росту конкуренции и развитию спектра предоставляемых услуг клиентам. В то же время это может приводить к фрагментации ликвидности и росту издержек участников рынка для создания и поддержания собственной инфраструктуры. Кроме того, движение в сторону универсализации потребует кардинального пересмотра системы управления рисками и дефолт-менеджмента центрального контрагента, не рассчитанной на одноуровневую модель допуска к торгам.

Сохранение разграничения функций между инфраструктурными организациями и брокерами позволит поддерживать консолидацию ликвидности рынка и устойчивость рыночной инфраструктуры. Вместе с тем указанная модель требует особого внимания к рыночной власти единственного пула ликвидности. Кроме того, регулирование не должно полностью препятствовать формированию новых бизнес-моделей, в том числе идущих вслед новейшей международной практике.

Главной ценностью для устойчивого развития российского финансового рынка выступают стабильность его функционирования, целостность и удовлетворение интересов конечных пользователей – инвесторов и эмитентов. Для инвесторов важны достаточная рыночная ликвидность и зависящее от нее эффективное ценообразование на финансовые активы. Те же характеристики – целостность, ликвидность и цена – влияют на решения эмитентов при выпуске ценных бумаг.

По перечисленным характеристикам универсализация способна повлечь за собой высокий рост издержек и новые риски из-за дробления торговли среди нескольких площадок. В этом плане сохранение специализации представляется более предпочтительным для российского финансового рынка.

Для предотвращения фрагментации ликвидности может быть рассмотрен ряд мер. Среди них балансировка корпоративного управления в инфраструктурных организациях (особенно в части выработки подходов к тарификации и развитию общерыночных сервисов), чтобы оно было представлено различными группами заинтересованных лиц, в том числе через усиление роли биржевых советов и комитетов пользователей, а также введение ограничения на прямое или косвенное (через аффилированных лиц) осуществление организатором торговли брокерской деятельности, не связанной с привлечением ликвидности с зарубежных рынков. Одновременно потребуются дополнительная регламентация интернализации и кросс-агентирования, в том числе в части установления лимитов на объемы таких сделок для предотвращения возможной потери целостности рынка.

Эти и иные вопросы планируется рассмотреть с участниками рынка и экспертным сообществом в рамках общественного обсуждения настоящего консультативного доклада.

ВОПРОСЫ ДЛЯ ОБСУЖДЕНИЯ

1. Видите ли вы иные возможные значимые направления развития архитектуры рынка?
2. К каким дополнительным (не указанным в докладе) эффектам может привести реализация универсализации функций брокеров и инфраструктурных организаций и их специализация?
3. Как вы оцениваете риски перераспределения рынка между инфраструктурными организациями и брокерами в случае универсализации?
4. Согласны ли вы с позицией Банка России о необходимости сохранения концентрации ликвидности на российском фондовом рынке?
5. Каким образом следует изменить подходы к тарификации и развитию общерыночных сервисов инфраструктурных организаций в целях усиления представительства различных групп заинтересованных лиц?
6. Введение каких дополнительных ограничений на прямое или косвенное осуществление инфраструктурными организациями брокерской деятельности, не связанной с привлечением ликвидности с зарубежных рынков, вы считаете целесообразным в целях обеспечения специализации функций брокеров и инфраструктурных организаций?
7. Введение каких дополнительных требований к интернализации и кросс-агентированию в целях сохранения концентрации ликвидности, по вашему мнению, будет обоснованным?
8. Как вы оцениваете спрос на возможность ведения торгов в выходные дни?
9. Должны ли клиенты брокеров иметь право отказаться от исполнения поручений путем интернализации? Необходимо ли осуществлять дополнительное информирование клиентов о рисках и условиях интернализации?

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ И ГЛОССАРИЙ

Андеррайтинг – организация выпуска ценных бумаг

Интернализация – исполнение поручения клиента путем совершения брокером за свой счет сделки с третьим лицом с последующим совершением сделки с данным клиентом

Кросс-агентирование – модель совершения сделок брокером, при которой он одновременно является представителем разных сторон в сделке

Прямой доступ – возможность совершения сделок на организованных торгах без участия брокеров

ЦК – центральный контрагент

ЦФА – цифровой финансовый актив

ATS (Alternative Trading Systems) – альтернативная торговая система

CFD (Contract for Difference) – контракт на разницу цен

CFTC (Commodity Futures Trading Commission) – Комиссия по торговле товарными фьючерсами США

DEA (Direct Electronic Access) – прямой электронный доступ

DMA (Direct Market Access) – прямой рыночный доступ

ESMA (European Securities and Markets Authority) – Европейское управление по ценным бумагам и рынкам

Flash Crash – быстрое и сильное падение цены финансового актива с его последующим восстановлением

FCM (Futures Commission Merchant) – уполномоченный посредник на рынке срочных биржевых операций США

IOSCO (International Organization of Securities Commissions) – Международная организация комиссий по ценным бумагам

MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) – Директива ЕС «О рынках финансовых инструментов»

MiFIR (Markets in Financial Instruments Regulation) – Регламент «О рынках финансовых инструментов»

MTF (Multilateral Trading Facility) – многосторонняя торговая площадка

NMA (Naked Market Access) – «голый», или «нефильтрованный», доступ

OTC (Over The Counter) – внебиржевой рынок

OTF (Organized Trading Facility) – организованная торговая площадка

SEC (Securities and Exchanges Commission) – Комиссия по ценным бумагам и биржам США

SMA (Sponsored Market Access) – спонсируемый рыночный доступ