



Банк России

Центральный банк Российской Федерации



ОКТАБРЬ
2016

Доклад
для общественных
консультаций

СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ РЕГУЛИРОВАНИЯ
БРОКЕРСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

МОСКВА

Содержание

ВВЕДЕНИЕ	1
I. РЕГУЛИРОВАНИЕ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ФИНАНСОВЫХ ПОСРЕДНИКОВ И ПРАВОПРИМЕНЕНИЕ	3
II. КОНФЛИКТ ИНТЕРЕСОВ	12
III. АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ РЫНКИ	16
IV. ЗАЩИТА ИМУЩЕСТВА КЛИЕНТА	18
V. МАРЖИНАЛЬНЫЕ ТРЕБОВАНИЯ	23

Комментарии к докладу ожидаются не позднее 19 декабря 2016 года в электронной форме по адресу kudryavtsevav@cbr.ru.

ВВЕДЕНИЕ

Нормативно-правовое регулирование финансовых посредников в Российской Федерации является относительно стабильным. Оно не подвергалось существенным изменениям в течение длительного времени, но при этом постепенно утрачивало свою актуальность, уступая фундаментально новым правилам, вытекающим из смежных областей законодательства или продиктованным структурными сдвигами на мировом и отечественном финансовых рынках. Образовавшийся разрыв между отраслевым регулированием финансовых посредников и регулированием инфраструктуры финансового рынка, а также появление принципиально новых технологий управления рисками и оказания посреднических услуг породили довольно широкий спектр практик и обычаев ведения посреднического бизнеса на российском финансовом рынке. Большинство таких практик берет свое начало из механизмов организованных торгов, клиринга и постклиринговых расчетов; некоторые основаны на зарубежном опыте. Распространение практики ведения посреднического бизнеса в нерегулируемые плоскости дополнительно дало толчок развитию новых технологий и услуг на финансовом рынке. При этом встречное движение со стороны спроса на финансовые услуги сегодня идет с существенным запазданием, в частности из-за низкого уровня доверия инвесторов к российскому финансовому рынку. Укрепление такого доверия является одним из приоритетов «Основных направлений развития финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов», разработанных Банком России.

Острая чувствительность российского финансового рынка к внешним и внутренним шокам, а также непрозрачные и не всегда действенные механизмы защиты прав и интересов инвесторов оказывают существенное давление на уровень доверия инвесторов к российскому финансовому рынку. Положение усугубляют участвовавшие недобросовестные практики участников рынка, которые, причиняя вред инвесторам, тем не менее остаются безнаказанными из-за отсутствия необходимой юридической базы. Это свидетельствует о недостаточной зрелости регулирования профессионального поведения финансовых посредников, с одной стороны, и накоплении системных рисков в посреднической деятельности, с другой.

Наметившиеся тенденции к новым качественным изменениям в сфере посреднических услуг на финансовом рынке без ответных механизмов защиты прав и интересов инвесторов не могут сформировать условия для укрепления доверия к институту финансового посредничества и, следовательно, для устойчивого развития посреднической деятельности на финансовом рынке.

Не менее важным фактором для укрепления доверия к финансовому рынку является повышение его прозрачности. Степень открытости, полноты и достоверности информации об инструментах, финансовых услугах, а также связанных с ними расходах и рисках вносит свой вклад в создание репутации финансового посредничества и определяет уровень доверия к финансовому рынку.

Все это говорит об актуальности проблем, которые рассматриваются в рамках настоящего доклада.

Целью доклада является определение и обоснование приоритетных направлений регулирования посреднической деятельности на финансовом рынке.

Для достижения поставленной цели были решены следующие задачи:

- проведен анализ периметра регулирования брокерской деятельности;
- рассмотрены и выделены ключевые проблемные области регулирования брокерской деятельности;
- определены проблемы и «узкие места», препятствующие устойчивому развитию брокерской деятельности, среди которых выделены ключевые проблемы;

– намечены направления регулирования брокерской деятельности и способы решения выявленных проблем.

В основу анализа и оценки регулирования брокерской деятельности положены следующие фундаментальные цели и принципы, постулированные IOSCO и адаптированные к условиям российской действительности:

- защита имущественных прав инвесторов;
- защита экономических интересов инвесторов;
- прозрачность посреднической деятельности и финансового рынка.

В данном докладе не рассматриваются аспекты влияния макроэкономических факторов на деятельность финансовых посредников и лишь незначительно затрагиваются вопросы системных рисков и развития высоких технологий в области финансового посредничества.

I. РЕГУЛИРОВАНИЕ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ФИНАНСОВЫХ ПОСРЕДНИКОВ И ПРАВОПРИМЕНЕНИЕ

Деятельность финансовых посредников в России регулируется и лицензируется в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – Закон «О рынке ценных бумаг»), согласно которому финансовый посредник, исполняющий поручения клиента на совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами и (или) на заключение договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, именуется брокером, а его профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг – брокерской деятельностью. Исполняя поручения клиента, брокер в отношениях с третьими лицами действует либо от своего имени, либо от имени клиента, но всегда за счет клиента. Данной схеме отношений соответствует модель агентского договора. Как правило, агентирование на рынке ценных бумаг осуществляется по модели комиссии, где брокер действует от своего имени и за счет клиента (принципала). Это предполагает передачу брокеру имущества клиента (денежных средств и ценных бумаг) для совершения сделок с этим имуществом. Также данная модель является наиболее адаптированной для маржинального кредитования позиций клиента под обеспечение, которым является указанное имущество. Помимо этого, агентирование по модели комиссии предоставляет брокеру дополнительный источник доходов от использования имущества клиента в своих интересах, если из договора о брокерском обслуживании не следует иное. Таким образом, агентирование по модели комиссии дает брокеру три источника дохода: комиссионное вознаграждение, проценты по маржинальным займам и доходы от использования имущества клиентов в своих интересах.

Агентирование по модели поручения (когда брокер действует от имени клиента и за счет клиента) также не является редкостью. Как правило, такая схема отношений обусловлена стремлением клиента самостоятельно исполнить свои обязательства по сделке, не прини-

мая кредитного риска на брокера. В отношениях по модели поручения основания для передачи принципалом своего имущества агенту для совершения сделки, как правило, отсутствуют. В этой связи кредитование позиций клиента под обеспечение его имущества в модели поручения осложнено рядом обстоятельств и поэтому не практикуется. Таким образом, агентирование по модели поручения дает брокеру единственный источник дохода – вознаграждение поверенного.

Сформировавшаяся модель российского финансового рынка и российская торговая инфраструктура в подавляющем большинстве случаев требуют от брокера приобретать права и обязанности по сделке от своего имени, то есть осуществлять агентирование по модели комиссии. Это означает, что клиент, поручая брокеру совершать сделку, должен передавать ему имущество для ее исполнения. Таким имуществом выступают денежные средства и ценные бумаги.

Передача брокеру денежных средств происходит путем их перечисления на специальный брокерский счет, открытый брокеру в кредитной организации, а если брокером является кредитная организация – на счет, открытый клиенту в этой кредитной организации для проведения брокерских операций.

С ценными бумагами ситуация обстоит несколько сложнее. Брокер не может являться приобретателем ценных бумаг, переданных ему клиентом по договору о брокерском обслуживании. В этой связи брокер должен либо стать номинальным держателем таких ценных бумаг, либо получить все необходимые полномочия по распоряжению ими от имени клиента. В первом случае брокер должен являться депозитарием и осуществлять учет прав на ценные бумаги на основании лицензии на осуществление депозитарной деятельности. Во втором случае он приобретает права попечителя счета клиента. Вместе с тем, являясь депозитарием, брокер получает наиболее полный контроль

над движением ценных бумаг клиента, которыми он обязуется перед третьими лицами. Таким образом, подавляющее большинство брокеров имеет депозитарную лицензию и осуществляет учет прав на ценные бумаги, которые находятся у них на брокерском обслуживании.

Подводя итоги обзора правовых основ регулирования посреднической деятельности на российском финансовом рынке, можно сделать вывод о том, что его периметр ограничен агентированием по модели поручения и агентированием по модели комиссии, а также (для обеспечения механизма передачи ценных бумаг принципала агенту) учетом прав на ценные бумаги.

Необходимо отметить, что интенсивное развитие финансовых технологий оказало существенное влияние на российский финансовый рынок. Одним из стимулов для применения новых технологий стал продолжавшийся в течение нескольких лет слабый прирост клиентской базы брокеров на фоне нестабильного финансового рынка. Это мотивировало финансовые компании искать новые способы предложения продуктов финансового рынка (далее – сервисы для инвестирования).

В настоящем докладе представлено несколько моделей актуальных сервисов для инвестирования, предлагаемых брокерами на российском финансовом рынке.

I. Сервисы для инвестирования типа «интернет-магазин акций» предусматривают продажу акций как обычного товара по дилерской схеме с возможностью оплаты пластиковой картой через Интернет. Такие сервисы упрощают предложение услуг и способны вовлечь в сферу инвестирования на рынке ценных бумаг более широкий круг лиц, чем при традиционном предложении брокерских услуг. Этот вид финансового посредничества в России никак не регулируется. Вместе с тем есть большая вероятность непонимания инвесторами всех рисков, связанных как с данным типом предложения акций, так и с инвестированием в целом, ввиду раскрытия только самой общей информации о том, что покупать акции выгодно. При этом, как правило, такое предложение акций не содержит информации о рыночных рисках, связанных с инвестированием в акции, о необходимости открытия счета в депозитарии для регистрации

прав на приобретенные акции, о возникновении в связи с этим расходов, о том, что для продажи приобретенных акций придется заключать возмездный договор с брокером, о том, что, если количество приобретенных акций не будет соответствовать стандартному биржевому лоту, их будет сложно продать по рыночной цене, и так далее.

II. Сервисы для инвестирования типа «портфель ценных бумаг» состоят в предоставлении рекомендаций по самостоятельному формированию инвестором портфеля ценных бумаг, исходя из определенных инвестиционных целей. Такие услуги, несмотря на то, что они исходят от брокера, находятся на грани с доверительным управлением. По сути инвестор делает выбор между стратегиями доверительного управления, однако сохраняет как свободу действий в следовании рекомендациям, так и полный контроль над собственным имуществом. Публично предлагая «портфель ценных бумаг», брокер не проверяет, насколько он соответствует инвестиционным потребностям покупателя данного продукта. Суть услуги брокера заключается в приобретении или корректировке портфеля ценных бумаг клиента за очень короткое время. Такое брокерское обслуживание находится в пограничной зоне между агентированием и доверительным управлением, но в то же время не является ни тем ни другим.

III. Сервисы для инвестирования типа «автоследование» состоят в повторении сделок на счете клиента от определенного поставщика сигналов (social trading, mirror trading, copy trading). Такие услуги являются экономическим аналогом доверительного управления (подход Директивы №2014/65/ЕС «О рынках финансовых инструментов», которая вступает в силу в 2018 г.). При использовании подобными сервисами для инвестирования инвесторы несут все риски, связанные с трансляцией, репликацией на их счета определенных торговых решений (которые могут быть любыми, в том числе вызванными сбоями алгоритмов), а также ряд специфических рисков. Например, это риски ошибок репликации сигналов из-за недостатка обеспечения по счету подписчика по сравнению со счетом поставщика сигнала; риски исполнения сделок с «проскальзыванием» (временным лагом относительно мастер-счета); риски вли-

яния комиссии по сделкам, особенно в «скальпирующих» стратегиях, размер которой может существенно повлиять на результаты торговли подписчика (в отличие от мастер-счета, который может иметь другой тариф); риски неверной оценки потенциальной доходности в результате затрудненности и часто несопоставимости результатов мастер-трейдера и инвестора. О возможной реализации подобных рисков инвесторы, как правило, узнают постфактум, при получении негативного опыта.

Как показывает практика развития инноваций в брокерской деятельности, возникающие риски нарушения прав и интересов инвесторов лежат в традиционной плоскости конфликта интересов и объема раскрываемой инвестору информации. При этом также следует учесть, что последовательная трансформация брокерских услуг в услуги, аналогичные управлению активами или финансовому консультированию, должна приводить к соответствующей трансформации модели вознаграждения брокера и правил предложения продуктов и стратегий. В противном случае при максимальном сближении брокерской деятельности с деятельностью по управлению ценными бумагами, как, например, в услуге «автоследование», оказываемой брокером, будет наблюдаться регуляторный арбитраж между ними. Еще одним очень важным аспектом регулирования брокерской деятельности при инновационных подходах в оказании брокерских услуг является конструирование гражданской ответственности брокера перед клиентом. По нашему мнению, она должна быть тем ближе к фидуциарной ответственности управляющего активами, чем меньше свободы действий клиента допускает та или иная торговая технология или стратегия. Отдельного рассмотрения заслуживает вопрос развития высоких технологий в области оказания финансовых услуг. Современные достижения в области науки и техники позволяют машинам заменить не только физический, но и интеллектуальный труд человека. Стремительные темпы технического прогресса формируют новые экономические, институциональные и правовые отношения, которые преобразуют финансовые услуги и финансовые инструменты в новое качественное состояние. Однако под влиянием техногенных факторов преобразуется и сам

финансовый рынок. Если в естественном состоянии его конъюнктура обусловлена средне-статистическим поведением людей, которое, исходя из ретроспективного анализа, имеет условно предсказуемый характер, то вмешательство торговых алгоритмов вычислительных машин может вносить изменения в естественный процесс формирования спроса и предложения, что снижает степень предсказуемости. Поэтому успешно пройденный бэктест вновь созданного торгового алгоритма не может гарантировать инвестору высокую вероятность успеха в будущем. Все это должно учитываться при предложении инвестору торговых решений, выработываемых торговыми алгоритмами, равно как и при продаже самих торговых алгоритмов и технологий.

Вместе с тем в настоящее время гибридные модели финансового посредничества строятся не только на правовых конструкциях агентирования, управления активами или консультирования. Существуют модели, в основу которых заложена посредническая торговля ценными бумагами и производными финансовыми инструментами за свой счет. При этом с точки зрения российского права такая деятельность не подлежит лицензированию, поскольку она не имеет как квалифицирующих признаков брокерской деятельности (нет агентирования), так и признаков дилерской деятельности (нет публичных твердых котировок). Тем не менее по своему экономическому содержанию это посредническая модель. Проблема заключается в том, что в России посредничество, осуществляемое по квазидилерской модели, ничем не регулируется, никем не контролируется и является теньвым сегментом финансового рынка, который способен отвлекать значительные объемы средств из регулируемых и прозрачных сегментов. В отсутствие контроля в указанном теньвом сегменте наряду с добросовестными практиками могут развиваться и мошеннические схемы, и недобросовестные практики, наносящие вред как инвесторам, так и репутации финансового рынка.

В целом можно констатировать, что причина регуляторного арбитража в посреднической деятельности кроется в существовании возможности, не меняя экономического содержания этой деятельности, осуществлять ее

по различным правовым моделям. При этом посредническая деятельность регулируется и контролируется исключительно в случае ее осуществления по какой-то конкретной правовой модели, а не по ее экономическому содержанию. Все это говорит о том, что фокус регулирования финансового посредничества в дальнейшем должен быть нацелен на экономические отношения как таковые, а правила, которыми они регулируются, должны быть единообразны вне зависимости от правовой формы, в которую они облакаются.

Наиболее ярким примером такого подхода можно считать регулирование рынков финансовых инструментов в Евросоюзе (Директива №2004/39/ЕС «О рынках финансовых инструментов»). Однако здесь следует отметить, что наднациональное законодательство Евросоюза в равной степени распространяется на входящие в него государства как с англо-саксонской, так и с континентальной правовыми системами, а следовательно, носит самый общий характер. Дальнейшее развитие правовой интерпретации основных положений директив Евросоюза находит свое отражение уже в локальных юрисдикциях стран-участниц. Лицензируемые виды инвестиционной деятельности и услуг в контексте Раздела «А» Приложения 1 Директивы №2004/39/ЕС «О рынках финансовых инструментов» определены следующим образом:

1. Прием и передача приказов в отношении одного или нескольких финансовых инструментов.

2. Исполнение приказов в интересах клиента.

3. Совершение сделок на свой счет.

4. Управление портфелем.

5. Инвестиционное консультирование.

6. Организация подписки на финансовые инструменты (андеррайтинг) и/или размещения финансовых инструментов на условиях предоставления твердого обязательства.

7. Размещение финансовых инструментов без твердых обязательств.

8. Организация деятельности многосторонней торговой системы (MTF).

В Разделе «В» Приложения 1 Директивы №2004/39/ЕС «О рынках финансовых инструментов» перечислены следующие дополнительные услуги инвестиционных фирм:

1. Безопасное хранение и администрирование финансовых инструментов по счету клиента, в том числе безопасное хранение и связанные услуги, такие как управление денежным и иным обеспечением.

2. Предоставление кредитов или займов инвестору с целью совершения им сделки с одним или несколькими финансовыми инструментами в случае, если фирма, предоставляющая такой кредит или заем, принимает участие в сделке.

3. Предоставление консультаций компаниям по вопросам структуры капитала, отраслевой стратегии и связанным вопросам, а также консультаций и услуг по сделкам слияния и приобретения предприятий.

4. Услуги по проведению валютных операций, если они связаны с предоставлением инвестиционных услуг.

5. Инвестиционные исследования и финансовый анализ или иные формы общих рекомендаций, относящихся к сделкам с финансовыми инструментами.

6. Услуги, связанные с андеррайтингом.

7. Инвестиционные услуги и деятельность, а также сопутствующие услуги того же рода, что и включенные в разделы «А» или «В» Приложения 1, связанные с инструментами, являющимися базисными активами производных финансовых инструментов, в случаях, когда они связаны с предоставлением инвестиционных или сопутствующих услуг.

Несмотря на то, что Директива №2004/39/ЕС «О рынках финансовых инструментов» является наднациональным законом, ее общее и рамочное регулирование гораздо шире охватывает правоотношения хозяйствующих субъектов при осуществлении ими инвестиционной деятельности и оказании финансовых услуг по сравнению с тем, как это делается в России. Следует отметить, что приведенный выше перечень видов инвестиционной деятельности и услуг не является исчерпывающим в контексте данной директивы, а также содержит ряд исключений, которые либо не подпадают под ее действие, либо должны быть урегулированы локальными законами в соответствии с обычаями стран – участниц Евросоюза. Кроме того, указанные виды инвестиционной деятельности и услуг могут сочетаться между собой и тем самым порождать новый вид инвестиционной ус-

луги, которая также будет находиться в периметре регулирования директивы.

Директива №2004/39/ЕС «О рынках финансовых инструментов» не выделяет субъектов финансового посредничества в особые категории и не предусматривает самостоятельного регулирования для брокеров, дилеров, управляющих и так далее. Вместо этого предлагается единое собирательное понятие «инвестиционная фирма», которая определена как «организация, которая оказывает инвестиционные услуги и/или осуществляет инвестиционную деятельность». Инвестиционные услуги всегда оказываются определенному лицу (клиенту), в то время как инвестиционная деятельность всегда осуществляется за свой счет. И то и другое имеет прямую связь с финансовыми инструментами. Поэтому если какой-либо финансовый продукт не является финансовым инструментом, деятельность, связанную с этим продуктом, нельзя считать инвестиционной деятельностью, услугу – инвестиционной услугой, а лицо, которое осуществляет такую деятельность или оказывает такую услугу, нельзя считать инвестиционной фирмой. В этом смысле подходы Директивы №2004/39/ЕС «О рынках финансовых инструментов» и Закона «О рынке ценных бумаг» идентичны. Однако понятие «финансовые инструменты» по европейскому законодательству намного шире аналогичного понятия по российскому праву. Ключевое отличие российского регулирования от регулирования, согласно Директиве №2004/39/ЕС «О рынках финансовых инструментов» и тем более Директиве №2014/65/ЕС «О рынках финансовых инструментов» (вступает в силу в 2018 г.), заключается в конструировании защиты прав инвестора. Европейское регулирование рассматривает инвестиционные фирмы как лица, имеющие специальные профессиональные навыки в области инвестирования в финансовые инструменты, и в этой связи к ним применяются требования «повышенной добросовестности», выражающиеся в фидуциарных обязанностях по отношению к клиентам и в отдельных случаях к контрагентам. Фидуциарные обязанности, как правило, основаны на двух компонентах: осмотрительности (*duty of loyalty*) и заботливости (*duty of care*). Первый компонент принято выражать через правило «не навреди

принципалу», и в этом смысле он всегда толкуется однозначно. Поведением, не отвечающим критериям осмотрительности, является проявление неосторожности или небрежности. Что касается второго компонента, то его содержание полностью зависит от характера принятого фидуциарием обязательства. Так, например, инвестиционная фирма, оказывающая услуги исключительно по исполнению приказов клиентов, принимает на себя фидуциарную обязанность исполнять приказы на наиболее выгодных условиях (по лучшей цене, с наименьшими затратами для клиента и так далее). Однако она не отвечает за последствия реализации того или иного инвестиционного решения клиента. Совсем иначе обстоят дела, если инвестиционная фирма дает клиенту инвестиционную рекомендацию по приобретению финансового инструмента. Здесь фидуциарный характер отношений требует от нее разумного предвидения последствий для клиента в случае реализации такой рекомендации. Фидуциарная ответственность объективна, то есть закон, устанавливая такую ответственность, не возлагает на пострадавшую сторону бремя доказывания наличия вины ответчика, будь то вина в форме умысла, небрежности или неосторожности. Следует отметить, что в Европе фидуциарные обязанности инвестиционных фирм могут возникать не только из договорных обязательств. В различных юрисдикциях законами могут быть установлены требования к инвестиционным фирмам предоставлять инвесторам информацию, необходимую им для принятия инвестиционного решения. Хозяйствующий субъект может не нести ответственность за ложность или недостоверность такой информации, если договором, на основании которого она предоставляется, не предусмотрены соответствующие заверения или гарантии этого хозяйствующего субъекта. Исключения составляют случаи умышленного введения в заблуждение или попросту обмана, которые регулируются деликтным правом. Однако в случае с инвестиционными фирмами такие заверения и гарантии о достоверности предоставляемой информации предполагаются заведомо, если информацию получает инвестор, не обладающий специальными профессиональными навыками.

Инвестиционные фирмы стран Евросоюза совершают сделки с финансовыми инструментами различными способами, предусмотренными их личным законом. Вместе с тем принято выделять четыре основных способа совершения сделок, различающихся по уровню защиты инвестора (клиента инвестиционной фирмы).

Первый способ подразумевает исполнение приказа в интересах клиента на регулируемом рынке или на многосторонней торговой платформе. В этом случае инвестиционная фирма осуществляет агентирование в интересах клиента с привлечением третьей стороны – биржи или торговой платформы. Данный способ предусматривает обязанность агента совершать сделку на лучших для принципала условиях, что подразумевает проявление заботливости (*duty of care*) в отношении интересов принципала. В целом российской правовой модели брокерской деятельности соответствует именно такой способ совершения сделок в интересах клиентов. Обязанность брокера проявлять должную заботливость предусмотрена общими нормами статей 401, 992 и 995 Гражданского кодекса Российской Федерации, которые применяются в отношении агентирования по модели комиссии. Что касается агентирования по модели поручения, то правила, применяемые в соответствии со статьей 973 Гражданского кодекса Российской Федерации, требуют от брокера лишь исполнения поручения согласно указаниям клиента.

Вторым способом является совершение сделок за свой счет. Здесь инвестиционная фирма не действует в чьих-либо интересах кроме собственных и, соответственно, не во всех случаях несет обязанность действовать с должной заботливостью (*duty of care*) в отношении инвестора (контрагента). Вместе с тем Директива №2014/65/ЕС «О рынках финансовых инструментов» (вступает в силу в 2018 г.) проводит реклассификацию инвестиционной деятельности по совершению сделок за свой счет и во многих случаях налагает на инвестиционные фирмы, осуществляющие такую деятельность, фидуциарные обязанности «*duty of care*» по отношению к своим контрагентам. В целом совершение сделок за свой счет относится к инвестиционной деятельности, а не к деятельности по оказанию услуг. В контексте профессиональной

деятельности на рынке ценных бумаг она имеет отдаленное сходство с дилерской деятельностью, которая осуществляется в России. Однако в Евросоюзе этот вид деятельности также подразделяется на условные подвиды с различной жесткостью регулирования.

Третьим способом совершения сделок является исполнение клиентских приказов через интернализацию. В различных юрисдикциях Евросоюза данное явление имеет разные правовые конструкции. Хотя в России интернализация и не регулируется, аналог ее механизма на практике возможен и в отдельных случаях применяется. Суть интернализации заключается в том, что когда клиент дает приказ на покупку финансового инструмента, инвестиционная фирма вместо того, чтобы направить этот приказ на биржу, продает указанный финансовый инструмент клиенту за свой счет на условиях приказа. Одновременно на условиях того же приказа инвестиционная фирма совершает сделку по покупке финансового инструмента у третьего лица (зеркальная сделка). Несмотря на то, что в двух сделках инвестиционная фирма является продавцом и покупателем за свой счет, считается, что сделка с клиентом совершена инвестиционной фирмой за свой счет, а сделка с третьим лицом совершена во исполнение приказа в интересах клиента. В этой связи при интернализации на инвестиционную фирму налагаются фидуциарные обязанности «*duty of care*». В отдельных юрисдикциях (например, в Германии) локальные законы требуют от инвестиционной фирмы для гарантии исполнения приказа по лучшей цене совершать зеркальную сделку исключительно на бирже или многосторонней торговой платформе. Интернализация характеризуется еще и тем, что инвестиционная фирма, выступая продавцом и покупателем финансового инструмента, действуя в интересах клиента, не принимает на себя риски и выгоды от сделок и не получает прибыли от их совершения, за исключением вознаграждения от клиента. В подобной интерпретации интернализация должна исключать возможность инвестиционной фирмы отказаться от совершения зеркальной сделки, что позволяет избежать конфликта интересов. Однако в отдельных случаях зеркальная сделка может не совершаться с разрешения клиента.

Четвертый способ совершения сделок строится на исполнении приказов клиентов посредством кросс-агентирования. Данный способ предусматривает участие инвестиционной фирмы в сделке как на стороне продавца в интересах одного клиента, так и на стороне покупателя в интересах другого клиента. При этом для исполнения клиентских приказов инвестиционная фирма не привлекает третью сторону в лице биржи или многосторонней торговой платформы и не становится стороной в сделке, действуя за свой счет. Однако в этом случае на инвестиционную фирму налагаются фидуциарные обязанности «duty of care» в отношении одновременно двух клиентов. Механизм кросс-агентирования представляет собой установление взаимного соответствия двух разнонаправленных клиентских приказов, которое заканчивается сделкой внутри инвестиционной фирмы (in-house). По сути это напоминает услугу биржи или многосторонней торговой платформы, однако из-за правовой конструкции двухстороннего агентирования не является ни той ни другой услугой. Директивой №2014/65/ЕС «О рынках финансовых инструментов» (вступает в силу в 2018 г.) введена еще одна конструкция, по своей природе напоминающая кросс-агентирование. Она определена как платформа организованных торгов (OTF), и сервисы этой платформы затрагивают только сделки с облигациями, производными финансовыми инструментами и структурными продуктами. Акции не входят в периметр деятельности OTF. Как и в кросс-агентировании, у оператора OTF в отношении его клиентов имеются фидуциарные обязанности «duty of care». В России кросс-агентирование в брокерской деятельности также возможно, однако в тех пределах, в которых оно не пересекается с деятельностью организатора торговли. Учитывая тонкую грань между указанными двумя видами деятельности, российские брокеры не часто вступают в отношения кросс-агентирования, стараясь избегать регуляторного риска.

В Евросоюзе уровень защиты прав инвестора зависит не только от способа исполнения его приказа, но и от характера взаимодействия инвестиционной фирмы с клиентом. Различают три вида инвестиционных услуг: «только-исполнение» (execution-only), инвести-

ционное консультирование и управление портфелем. Несмотря на то, что во многих источниках и комментариях к Директиве №2004/39/ЕС «О рынках финансовых инструментов» деятельность по управлению портфелями прямо или косвенно относят к посреднической деятельности, в настоящем докладе этот вид инвестиционных услуг рассматриваться не будет.

Инвестиционные фирмы, как правило, не ограничиваются единственным видом услуг, предпочитая диверсифицировать направления бизнеса. Финансовые посредники также не являются исключением. Совмещение деятельности по исполнению приказов в интересах клиентов с деятельностью по предоставлению инвестиционных рекомендаций становится моделью посреднического бизнеса (full service brokers). Вместе с тем услуга по предоставлению инвестиционных рекомендаций, как было сказано выше, расширяет круг фидуциарных обязанностей инвестиционной фирмы, а также круг ее ответственности. Если в инвестиционной услуге типа «только-исполнение» проявление должной заботливости (duty of care) ограничивается действиями по исполнению приказа клиента (исполнение приказа на лучших условиях), то при предоставлении клиенту рекомендации, в соответствии с которой формируется такой приказ, должная заботливость включает в себя обязанность инвестиционной фирмы удостовериться, что данная рекомендация подходит клиенту. Для этого инвестиционная фирма должна достоверно знать об инвестиционных потребностях клиента и о его толерантности к риску. В этой связи еще до оказания услуг инвестиционного консультирования инвестиционная фирма проводит индивидуальный тест на пригодность инвестиций к данному клиенту (suitability test). В российской практике такой тест начал применяться недавно и проводится только при заключении договора доверительного управления ценными бумагами. Еще одной особенностью европейского регулирования является то, что правила инвестиционного консультирования применяются исключительно к индивидуальным рекомендациям. Согласно Директиве №2004/39/ЕС «О рынках финансовых инструментов» инвестиционная рекомендация является индивидуальной, если она предоставлена инвестору лич-

но. При этом не считается, что инвестиционная рекомендация предоставлена лично, если она была доведена до него через каналы дистрибуции или была сделана публично. Директива не предусматривает разницы между зависимой или независимой рекомендацией. Однако Директива №2014/65/ЕС «О рынках финансовых инструментов» (вступает в силу в 2018 г.) такое разделение проводит. Кроме того, в ней устанавливается запрет на получение инвестиционной фирмой, рекомендующей к приобретению финансовый инструмент, всякого поощрения от лица, выпустившего этот финансовый инструмент, за исключением случаев, когда предмет поощрения передается инвестору. Существуют и другие исключения из этого правила, но общий смысл о независимости инвестиционной рекомендации от влияния третьих лиц и о предотвращении конфликта интересов явным образом прослеживается в новом регулировании. Не избежали внимания директив и модели вознаграждения инвестиционных фирм, в том числе практикующих гибридные формы предоставления агентских и консалтинговых услуг. Общее правило о честном, открытом и справедливом подходе в оказании услуг интерпретируется через специальные нормы, исключающие возможность взимания скрытых комиссий и вознаграждений, а также обязывающие инвестиционные фирмы раскрывать в доступной форме клиенту полную стоимость оказываемой услуги до ее предоставления.

Неслучайно и то, что Директива №2004/39/ЕС «О рынках финансовых инструментов» разделяет агентирование на финансовом рынке на такие составные части, как исполнение приказов в интересах клиента и андеррайтинг. В российском праве оба вида деятельности осуществляются в рамках одной и той же агентской модели с тем лишь различием, что в одном случае клиентом брокера будет являться инвестор, а в другом – эмитент финансового инструмента. Действительно, в логике правовой модели брокерской деятельности вопрос о том, кем является принципал, не имеет никакого значения. Однако если приоритетом регулирования является защита прав инвестора, то данный вопрос начинает приобретать существенное значение. Особенно остро это ощущается при конфликте интересов, возника-

ющем при одновременном участии инвестиционной фирмы в размещении или дистрибуции финансового инструмента по договору с эмитентом, при исполнении приказов в интересах ее клиентов, а также при предоставлении ее клиентам инвестиционных рекомендаций. Так или иначе, согласно не только европейскому законодательству, но и общепринятому мировому стандарту, в отношениях между эмитентом, инвестиционной фирмой и инвестором именно права инвестора подлежат приоритетной защите.

Подводя итоги сопоставлению российского регулирования деятельности финансовых посредников и европейского регулирования деятельности инвестиционных фирм, следует признать, что европейское регулирование намного шире охватывает правоотношения хозяйствующих субъектов на финансовом рынке и, соответственно, предоставляет больше защиты инвесторам, универсально действующей вне зависимости от того, как трансформируется посреднический бизнес под воздействием тех или иных экономических или технологических факторов.

Для устранения имеющихся пробелов в российском регулировании следует:

1. Расширить понятие брокерской деятельности, включив в нее модель интернализации помимо правовой модели агентирования и кросс-агентирования.

2. Установить универсальные обязанности брокера действовать с должной заботливостью и осмотрительностью при исполнении волеизъявления (поручения) клиента, вне зависимости от избранной правовой модели оказания посреднических услуг. В контексте данного предложения речь идет прежде всего о выполнении волеизъявления (поручения) клиента на лучших условиях (принимая во внимание цену сделки, размер лота сделки, расходы на обслуживание сделки). Также если иное не определено содержанием брокерской услуги при ее оказании клиенту, одним из проявлений должной заботливости о его интересах должно стать предоставление ему информации, необходимой для принятия инвестиционных решений.

3. Определить новый вид профессиональной услуги – «инвестиционное консультирование», подходы к регулированию которой вырабаты-

ваются по итогам общественного обсуждения доклада Банка России «Совершенствование системы защиты инвесторов на финансовом рынке посредством введения регулирования категорий инвесторов и определения их инвестиционного профиля» (июнь 2016 г.).

4. При совмещении брокерских услуг с услугами по трансляции клиенту торговых решений определить справедливую модель вознаграждения брокера, принимая во внимание способы исполнения торговых решений, такие как с подтверждением поручения со стороны клиента или без подтверждения. В случае если договором брокера с клиентом предусматривается исполнение торгового решения без подтверждения клиентом поручения на совершение сделки, регулирование таких услуг, в том числе в части вознаграждения, должно конструироваться по модели доверительного управления.

5. Установить требования к предоставлению клиенту в доступной форме информации о стоимости финансовых услуг и ее влиянии на общую доходность от операций до оказания финансовых услуг.

6. На законодательном уровне установить требования к предупреждению конфлик-

та интересов брокера, акцентировав внимание на совмещении им оказания брокерских услуг с иными услугами, в том числе с услугами эмитенту (лицу, обязанному по финансовому инструменту) по размещению или дистрибуции финансовых инструментов. Для моделей кросс-агентирования требования к предупреждению конфликта интересов должны также охватывать конфликт интересов, возникающий между клиентами.

Указанные меры, с одной стороны, приведут к сдерживанию интенсивного расширения ассортимента посреднических услуг на российском финансовом рынке за счет усиления ответственности финансовых посредников при любой модели ведения бизнеса. С другой стороны, это сместит вектор развития посреднической деятельности в сторону классифицирования и стандартизации финансовых услуг, основанных на приоритетах интересов инвестора. Ожидается, что нововведения в регулировании увеличат расходы отрасли на проведение правовых экспертиз ведения посреднического бизнеса и анализ договорной базы, но при этом создадут стабильный спрос на стандартизованные услуги.

Вопросы

1. На ваш взгляд, существуют ли риски в трансформации традиционных бизнес-моделей финансового посредничества в гибридные?
2. По вашему мнению, какие цели могут преследоваться при такой трансформации?
 - а) выйти из-под регуляторной нагрузки, сохраняя экономику бизнеса;
 - б) удовлетворить потребности клиента наиболее приемлемым для него способом;
 - в) занять свою нишу на рынке финансовых услуг;
 - г) скрытые комиссии и иные способы получения доходов и благ от клиентов или контрагентов, незаметные для них;
 - д) иное.
3. На ваш взгляд, каковы перспективы посреднического бизнеса на рынке финансовых услуг и в какую модель он должен трансформироваться в ближайшие 10 лет?

II. КОНФЛИКТ ИНТЕРЕСОВ

Конфликт интересов является одной из самых острых проблем, к которой приковано внимание в США и Европе. Именно конфликт интересов стал первоначальной причиной самых масштабных кризисов, в том числе и кризиса 2008 года. Последний кризис выявил новое проявление такого конфликта, которое было детерминировано как конфликт мотиваций. Самое главное, что в результате реализации конфликта интересов брокера пострадавшей стороной почти всегда остается инвестор. В итоге теряется доверие к финансовым посредникам и финансовому рынку в целом. В сфере финансового посредничества конфликт интересов наблюдается в областях предложения финансовых услуг (инструментов), финансового консультирования, предоставления информации, андеррайтинга, исполнения поручений клиентов, закрытия и переноса позиций клиентов и так далее. Несмотря на множество сфер, в которых может проявиться конфликт интересов, то, что такой конфликт был, становится понятно только при выявлении его последствий в виде причинения ущерба интересам клиента. Такое положение дел обусловлено отсутствием надзорного механизма выявления действий брокеров в условиях конфликта интересов. Другими словами, в лучшем случае регулятор способен к ретроспективным действиям, но не к проактивным. Одним из следствий несовершенства регулирования стала невозможность формирования в судах практики восстановления нарушенных прав инвестора от действий брокера под влиянием конфликта интересов.

Представляется, что одной из причин, влияющих на деятельность профессиональных участников в области выявления и управления конфликтом интересов и на трудности возмещения ущерба, причиненного клиентам, является отсутствие соответствующего регулирования как на уровне федерального законодательства, так и на уровне подзаконных нормативных актов.

Европейское наднациональное регулирование, предусмотренное Директивой №2004/39/ЕС «О рынках финансовых инструментов», обязывает страны – участницы Евросоюза требовать от инвестиционных фирм принимать все разумные меры для выявления конфликта интересов, в том числе между органами управления фирмы, работниками, связанными агентами, любыми лицами, прямо или косвенно связанными с ними отношениями контроля, и клиентами инвестиционной фирмы, или между двумя клиентами инвестиционной фирмы, который может возникнуть в процессе предоставления инвестиционных и/или дополнительных услуг. При этом, в случае если организационные или административные меры, принятые инвестиционной фирмой для контроля конфликтов интересов, являются недостаточными для обеспечения обоснованно необходимой уверенности в том, что риск нанесения ущерба интересам клиента будет предотвращен, инвестиционная фирма должна раскрывать клиенту информацию об общем характере и/или источниках конфликта интересов до начала исполнения приказов в его интересах.

Как видно из содержания норм Директивы №2004/39/ЕС «О рынках финансовых инструментов», страны – участницы Евросоюза должны самостоятельно развивать регулирование по предотвращению конфликта интересов на локальном уровне в зависимости от правовой специфики, существующей в их юрисдикциях. Отдельные принципы регулирования конфликта интересов тематически изложены в различных документах IOSCO. Вместе с тем в регулировании конфликтов интересов важное место занимает их типология, которая неизбежно пополняется по мере выявления новых форм и условий возникновения конфликта интересов. Так, в Великобритании регулирование FCA (Financial Conduct Authority) опирается на следующую типологию конфликтов интересов инвестиционной фирмы:

– существование условий для получения финансовой выгоды или избежания убытков за счет клиента;

– существование интереса к результату, получаемому от услуги, оказываемой клиенту или от сделки, совершаемой за его счет, в отсутствие интереса клиента к такому результату;

– существование финансового или иного стимула преследовать интересы одного клиента или группы клиентов в ущерб интересам другого клиента;

– существование конкурирующего интереса, выражающегося в совершении тех же действий за свой счет, что и в интересах клиента;

– получение или ожидаемое получение от лица, не являющегося клиентом, выгод в отношении услуги, оказываемой клиенту, в денежной или иной форме, отличной от обычной платы за оказываемые услуги.

Указанная типология довольно широко определяет зоны потенциального возникновения конфликта интересов, что позволяет более четко формулировать требования к внутренней политике инвестиционной фирмы.

Первый тип конфликта является общим для всех отношений возмездного характера, возникающих между хозяйствующими субъектами. Инвестиционная фирма, являясь продавцом инвестиционной услуги, в целях максимизации прибыли заинтересована в соответствующей максимизации ее цены и снижении ее себестоимости. Потребитель инвестиционной услуги, напротив, стремится получить услугу максимального качества за минимальную цену. Столкновение двух разнонаправленных интересов под влиянием движущих сил конкуренции на финансовом рынке подталкивает стороны к достижению договорного консенсуса в отношении цены и качества услуги, однако это не устраняет самого конфликта интересов. В этой связи этика посреднического бизнеса диктует однозначное и ясное определение в договоре условий оказания инвестиционной услуги, включая ее окончательную и полную стоимость, которые одинаково понимаются сторонами при заключении и исполнении договора. Что касается снижения себестоимости услуги, то инвестиционная фирма, как и любой хозяйствующий субъект, вправе предпринимать любые разумные действия, направ-

ленные на максимизацию прибыли, если такие действия не снижают оговоренное в договоре качество услуги и не ущемляют права клиента.

Второй тип конфликта также является продуктом коммерческих отношений инвестиционной фирмы и инвестора. Для достижения своих коммерческих целей инвестиционная фирма заинтересована продать свои услуги инвестору, и чем больше объем продаж, тем прибыльнее ее бизнес. В этой связи действия инвестиционной фирмы, направленные на побуждение инвестора наращивать объем приобретаемых им инвестиционных услуг, кажутся вполне естественными. Однако это может не вполне соответствовать инвестиционным целям и потребностям самого инвестора. Цель последнего – получить максимальную отдачу от инвестиций при заданном уровне риска, а не потребить максимальный объем инвестиционных услуг. Кроме того, учитывая их возмездный характер, наращивание инвестором объема потребления услуг может снизить отдачу от инвестиций. Учитывая это обстоятельство, а также главенство интересов инвестора над интересами инвестиционной фирмы, последней запрещается как побуждать инвестора к невыгодным для него действиям, так и механически наращивать объем предоставляемых ему услуг помимо его воли (например, посредством операций churning).

Третий тип конфликта основывается на дискриминационном подходе к клиентам. Как правило, у инвестиционной фирмы есть клиенты, обслуживание которых приносит больше выгоды по сравнению с другими клиентами. При этом и те и другие могут иметь конкурирующий интерес в отношении предмета инвестиционной услуги. Это может выражаться в конфликте интересов между разными клиентами. Особенно остро такой конфликт проявляется в моделях кросс-агентирования. Тем не менее инвестиционная фирма должна сохранять объективность, соблюдая равенство клиентов при оказании им инвестиционных услуг.

Четвертый тип конфликта основан на совпадении объекта интереса инвестиционной фирмы и ее клиента. В этом случае всегда действует общее правило, предполагающее, что сначала инвестиционная фирма удовлетворяет интерес клиента, а затем свой собственный

интерес. Типичным нарушением этого правила являются операции *front running*, когда инвестиционная фирма, получив приказ клиента на покупку крупного пакета ценных бумаг, сначала приобретает малый пакет для себя, а затем исполняет приказ клиента. После того как цена под воздействием спроса вырастает, инвестиционная фирма продает свой малый пакет и фиксирует прибыль. Такое поведение на финансовом рынке считается недобросовестным и неэтичным.

Пятый тип конфликта присущ деятельности по инвестиционному консультированию или деятельности по маркетинговому и финансовому исследованиям, однако не исчерпывается ими. Иногда пятый тип конфликта может приобретать черты второго типа. Данный конфликт явным образом проявляется при совмещении инвестиционной фирмой услуг по дистрибуции финансовых инструментов с предоставлением инвестиционных консультаций в отношении финансовых инструментов. Зная о выгодах, которые инвестиционная фирма получит от эмитента финансового инструмента в случае его приобретения инвестором, ее мотивация действовать исключительно в интересах этого инвестора может быть замещена мотивацией в получении упомянутой выгоды. Как правило, при оказании услуг по инвестиционному консультированию получать выгоды от третьих лиц в отношении предмета инвестиционной консультации запрещено. Однако в схожих ситуациях при оказании иных инвестиционных услуг, где соответствующих запретов не установлено, такие запреты вытекают из общих правил управления конфликтом интересов.

Как правило, конфликт интересов рассматривается в плоскости исполнения фидуциарных обязанностей, а точнее в области проявления должной осмотрительности (*duty of loyalty*). В случае, когда проявление должной заботливости в отношении интересов одного клиента инвестиционной фирмы создает риск причинения вреда другому клиенту, европейские суды, как правило, исходят из приоритета должной осмотрительности (не причинить вреда другому клиенту), даже если это произойдет в ущерб проявлению должной заботливости (в отношении первого клиента). Директива № 2004/39/ЕС «О рынках финансовых инструментов» не со-

держит прямых указаний, как должен быть урегулирован данный вопрос, однако для подобных случаев в ней содержится требование о раскрытии информации об общем характере конфликта интересов до исполнения приказов клиентов.

В российском законодательстве регулирование конфликта интересов сводится к двум аспектам:

1. Упоминание об обязанности брокера, не уведомившего клиента до исполнения поручения об имеющемся конфликте интересов, возместить убытки, если они возникли¹.

2. Указание на право Банка России устанавливать обязательные для профессиональных участников требования, направленные на исключение конфликта интересов¹.

Поскольку Закон «О рынке ценных бумаг» не увязывает конфликт интересов с фидуциарными обязанностями профессионального участника рынка ценных бумаг, то не ясна и природа тех убытков, которые профессиональный участник должен возместить клиенту, возникших вследствие их причинения профессиональным участником без уведомления о действии в условиях конфликта интересов. По идее, если убытки доказаны и имеют прямую связь с действиями профессионального участника, то их следует возмещать вне зависимости от того, был при этом у профессионального участника конфликт интересов или не был.

Действующее постановление ФКЦБ России от 05.11.1998 № 44 «О предотвращении конфликта интересов при осуществлении профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг» (далее – Постановление № 44) существенно развивает регулирование Закона «О рынке ценных бумаг». Оно содержит узкое определение конфликта интересов при осуществлении профессиональной деятельности: только как противоречие между имущественными и иными интересами брокера и (или) его работников и клиента профессионального участника и указывает на обязанность брокеров соблюдать принцип приоритета интересов клиента перед собственными интересами.

В определенной степени недостатки действующего регулирования устраняются введе-

¹ Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», статья 3.

нием нового лицензионного требования к профессиональным участникам – обязанности выявлять и управлять конфликтом интересов, а при невозможности его урегулирования уведомлять клиента об общем характере и (или) источниках конфликта до начала совершения сделок, связанных с профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг.

Дальнейшие действия по совершенствованию регулирования в области конфликта интересов представляется целесообразным предпринять по обновлению и расширению регулирования, установленного Постановлением № 44.

Так, в связи с полученными рекомендациями IOSCO возможно определение российской типологии конфликта интересов в деятельности профессиональных участников. Полагаем также необходимым описание в нормативном акте Банка России мер регуляторного воздействия, структурированных следующим образом:

1. Запрет операций, при которых конфликт интересов всегда имеется (*front running, cherry picking, churning* и так далее).

2. Предъявление требований к организации процессов и функциональному распределению (внутренние письменные политики и процедуры идентификации, мониторинга и управления конфликтом интересов; запреты на совмещение персоналом профессионального участника функций, лежащих в зоне конфликта интересов; разграничение доступа к информации; создание «китайских стен» между отдельны-

ми подразделениями; организация внутреннего контроля за управлением конфликта интересов). Отдельного регулирования требует аспект совмещения брокером посреднических услуг с иными услугами, в том числе по андеррайтингу².

3. Предъявление требований к системамощерений и вознаграждений, а также моделям вознаграждений за оказанные услуги, если такие услуги носят гибридный характер (например, брокерская услуга с услугой по инвестиционному консультированию).

4. Предъявление требований к раскрытию информации о конфликте интересов.

Одновременно с вышеуказанными мерами предлагается начать процесс дополнения Закона о рынке ценных бумаг указанием на общую обязанность брокера выявлять и предотвращать или управлять конфликтом интересов с помощью ряда способов: раскрытие информации о конфликте интересов; внутренние организационные барьеры, в том числе распределение обязанностей менеджмента, работников профессионального участника и так далее.

Предусмотренные в настоящей главе меры достаточно сложно оценить с точки зрения затрат от регуляторного воздействия. Прежде всего это повлияет на стоимость внутреннего контроля в брокерских домах, а также сократит доходы отдельных брокеров, которые в настоящее время формируются от недобросовестных практик под влиянием конфликта интересов.

Вопросы

1. Считаете ли вы, что регуляторное воздействие способно остановить практику осуществления деятельности под влиянием конфликта интересов? Если нет, то что нужно сделать помимо этого?
2. Насколько регулирование конфликта интересов увеличит нагрузку на внутренний контроль профессиональных участников?
3. Какие меры, на ваш взгляд, позволят предотвратить или урегулировать конфликт интересов наиболее эффективным образом?

² Вопросы регулирования конфликта интересов при совмещении брокерской деятельности с инвестиционным консультированием в настоящее время являются предметом общественного обсуждения доклада Банка России «Совершенствование системы защиты инвесторов на финансовом рынке посредством введения регулирования категорий инвесторов и определения их инвестиционного профиля» (июнь 2016 г.).

III. АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ РЫНКИ

Следует признать, что финансовый рынок заметно расширился за счет включения в его оборот новых инструментов, по своим характеристикам напоминающих традиционные финансовые инструменты. В Директиве № 2004/39/ЕС «О рынках финансовых инструментов» отмечено, что «представляется целесообразным включить в список финансовых инструментов некоторые товарные производные и иные инструменты, которые структурированы и обращаются таким образом, который вызывает необходимость в правовом регулировании, сопоставимом с традиционными финансовыми инструментами». В российской действительности широкое распространение получили валютные инструменты. Причем на начальном этапе интеграции российского финансового рынка в мировой рынок движения капитала российские инвестиционные инструменты и валютные инструменты были комплементарны. По мере развития валютного рынка и приобретения валютными инструментами свойств, характерных для традиционных финансовых инструментов, они стали все больше приобретать характер, имманентный для субститутов. Опорной точкой в этой эволюции стало внесение изменений в валютное законодательство Российской Федерации в связи с принятием Федерального закона «О клиринге и клиринговой деятельности», которые были приняты в 2011 году. С этого момента некредитные организации (брокеры) легитимно получили прямой доступ на российский биржевой валютный рынок, а вместе с ними через посреднический сервис такой доступ получили их клиенты.

По данным Московской биржи, уже на 1 июля 2015 г. на валютном рынке Московской биржи насчитывалось 526 участников торгов, в том числе 41 брокер. Во II квартале 2015 г. в структуре биржевого валютного оборота брокеры занимали 8% (в декабре 2013 г. – 2,4%). Число физических лиц, торгующих валютой на Московской бирже, в мае 2015 г. достигло 9,4 тыс.

(в шесть раз больше, чем в июне 2014 г.), а с декабря 2014 г. ежемесячный оборот операций физических лиц с валютой не опускается ниже 1 трлн рублей.

Следует отметить, что брокерский сервис на валютном рынке мало чем отличается от сервиса на фондовом рынке, поскольку биржевое обращение валюты почти не отличается от обращения ценных бумаг. В этой связи доступ на валютный рынок в большинстве случаев является одним из пунктов стандартного брокерского контракта, в котором предусматриваются все те же традиционные механизмы торговли с плечом. В последнее время брокеры стали практиковать объединение валютных и фондовых позиций клиентов на «единых брокерских счетах» (счета внутреннего учета) и применять к ним единое портфельное маржирование.

Вместе с тем посредническая деятельность на валютном рынке не входит в периметр регулирования брокерской деятельности, а это значит, что к ней не применяются правила маржирования открытых позиций клиентов, механизмы защиты имущества клиентов и так далее. Все это способно порождать произвольную и бесконтрольную практику посредничества на валютном рынке под видом регулируемых брокерских услуг. В настоящее время клиенту могут быть открыты валютные позиции с плечом, весьма высоким для текущего уровня волатильности курса валют. Кроме того, отсутствие требований к сегрегации клиентских валютных портфелей подвергает их кредитным рискам в случае банкротства брокера. С одной стороны, все это свидетельствует о необходимости расширения периметра регулирования и надзора Банка России, включив в него деятельность брокеров на валютном рынке. С другой стороны, такая регуляторная интеграция может создать предпосылки для дальнейших реформ брокерской деятельности в области налогообложения, валютного регулирования и ва-

лютного контроля и так далее, что одновременно увеличит нагрузку на брокерский бизнес.

Повышение регуляторной нагрузки в сегменте прозрачного биржевого валютного рынка может стать причиной «выдавливания» рыночных валютных сделок в теневые и непрозрачные сегменты. В этой связи на данном этапе пока предлагается не включать в периметр регулирования брокерской деятельности агентирование на организованном валютном рынке, однако рассмотреть вопрос о расширении общих полномочий Банка России устанавливать маржинальные требования к валютным позици-

ям, открываемым на торгах организаторов торговли за счет клиентов участника торгов. Такое регулирование по крайней мере снимет вопрос о предоставлении физическим лицам избыточного финансового рычага на валютном рынке. Также в регулировании брокерской деятельности следует уточнить правовой режим защиты денежных средств клиентов брокера, предназначенных для совершения конверсионных операций, предусмотрев для них те же механизмы сегрегации, которые в настоящее время предусмотрены для сделок с ценными бумагами.

Вопросы

- 1. Как вы оцениваете появление посредников, не являющихся кредитными организациями, на организованном валютном рынке? Почему?*
- 2. Должна ли, на ваш взгляд, посредническая деятельность на валютном рынке являться брокерской деятельностью и регулироваться единообразно? Почему?*
- 3. Что на ваш взгляд, не было учтено в докладе в отношении посредничества на валютном рынке, что могло бы кардинально повлиять на сделанные выводы и предложения?*

IV. ЗАЩИТА ИМУЩЕСТВА КЛИЕНТА

Фундаментальной основой доверия инвестора к финансовому рынку является действенность механизма защиты прав собственности и иных имущественных прав. Именно объединенные усилия законодательной, исполнительной и судебной власти в укреплении этой защиты являются залогом создания благоприятного инвестиционного климата и основой устойчивого экономического роста. Вопрос защиты имущественных прав инвесторов также рассмотрен в Разделе 2 Приложения 3 «Защита активов клиентов в урегулировании банкротства» (II-Annex 3: Client Asset Protection in Resolution) к документу Совета по финансовой стабильности (FSB), который одобрен странами группы «Группы 20»³ – «Ключевые параметры эффективного урегулирования банкротства финансовых организаций» (The Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions). Данный стандарт международного регулирования финансового рынка, а также многочисленные документы IOSCO⁴ предусматривают обязанности национальных регуляторов устанавливать требования по идентификации, безопасному хранению и сегрегации активов клиентов инвестиционными фирмами. Согласно указанным документам, инвестиционные фирмы должны предпринимать все разумные меры, такие как сегрегация клиентских активов, для однозначного определения их принадлежности (идентификации титула владения) и их безопасного хранения, в том числе если их хранение осуществляется в цепи номинальных держателей. Кроме того, предусматривается обязанность инвестиционных фирм по информированию клиентов о способах хранения их активов, в том числе о типах сегрегации и наличии цепочек номинальных держателей, о способе защиты прав

на указанные активы. Подчеркивается, что юрисдикции должны определить четкие правила распределения клиентских активов в случае их объединения на omnibusных счетах, а также правила распределения убытков в случае недостаточности активов для удовлетворения требований всех клиентов при банкротстве инвестиционной фирмы.

Детальное изучение положений российских законов и российской правоприменительной практики демонстрирует определенное отставание в регулировании механизмов защиты имущественных прав инвесторов от текущих преобразований экономических отношений на финансовом рынке. Рассматривая брокерскую деятельность в этом контексте, можно констатировать, что в настоящее время наиболее защищенным имуществом клиента брокера являются ценные бумаги. Их сегрегация и правовой режим обеспечивают клиенту иммунитет против обращения взысканий на его ценные бумаги по долгам брокера или иных лиц. Наибольшие риски для сохранности клиентских ценных бумаг представляют либо мошеннические действия брокера (в большинстве случаев депозитария), либо физическая утрата записей о ценных бумагах депозитарием. И тот и другой риск не регулируются нормами гражданского права, предметом которых является брокерская деятельность.

Особый интерес с позиции имущественных рисков вызывает защита прав инвестора в отношении его денежных средств, переданных брокеру для совершения сделок с ценными бумагами и производными финансовыми инструментами. Здесь важно то, что изначально брокерский бизнес поделен между кредитными и некредитными организациями, а следовательно, правовой режим денежных средств клиентов в одном случае определяется банковским регулированием, а во втором – регулированием рынка ценных бумаг. Окончательно механизм защиты денежных средств клиентов

³ Коммюнике от 3-4 ноября 2011 г., раздел 13.

⁴ В частности, *Финальный доклад о Рекомендациях относительно защиты клиентских активов (январь 2014 г.) (Recommendations Regarding the Protection of Client Assets. Final Report)*.

брокера финализируется в Федеральном законе от 26.10.2002 №127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)». Здесь также присутствуют свои особенности для брокеров – кредитных организаций и для брокеров – некредитных организаций. И у тех и у других денежные средства клиентов исключаются из конкурсной массы (статья 185.6 Федерального закона «О несостоятельности (банкротстве)» для профессиональных участников рынка ценных бумаг (общие положения) и статья 189.91 – для кредитных организаций»). Вместе с тем по общему правилу условием для такого исключения является их обособление на специальных банковских счетах (специальных брокерских счетах, торговых счетах, клиринговых счетах и так далее). И если денежные средства нескольких клиентов объединены на одном таком банковском счете и их суммы недостаточно для удовлетворения в полном объеме требований этих клиентов, такие требования удовлетворяются пропорционально. Оставшаяся неудовлетворенная часть требований клиентов удовлетворяется из конкурсной массы в порядке третьей очереди. В отличие от некредитных организаций для брокеров – кредитных организаций законы не предписывают обязательное физическое обособление денежных средств клиентов, за исключением случаев их сегрегации при передаче в индивидуальное клиринговое обеспечение. При этом в статье 189.88 Федерального закона «О несостоятельности (банкротстве)» существует упоминание о счетах кредитных организаций, открытых в иных кредитных организациях в связи с осуществлением профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

В отличие от других счетов эти счета не подлежат закрытию в ходе конкурсного производства, а остатки денежных средств с них не перечисляются на счета кредитной организации, открытые для целей конкурсного производства. Дальнейшая судьба этих денежных средств законом не определяется, как и порядок удовлетворения требований клиентов такого брокера в ходе конкурсного производства. Таким образом, данный правовой пробел будет устраняться правоприменительной практикой, что создает дополнительные риски для клиента брокера – кредитной организации.

Что касается брокеров – некредитных организаций, то согласно статье 3 Закона «О рынке ценных бумаг», денежные средства их клиентов должны быть обособлены на специальных брокерских счетах. При этом выделяют два вида специальных брокерских счетов: счета с правом брокера использовать денежные средства в своих интересах и счета без такого права. Право брокера использовать денежные средства клиента в своих интересах предоставляется брокеру по договору о брокерском обслуживании. Подразумевается, что если клиент не предоставил брокеру права использовать свои денежные средства, то защита этих денежных средств при банкротстве брокера будет существенно выше. В этом случае остаток по специальному брокерскому счету в полном объеме покрывает сумму требований этого клиента. Однако здесь также существуют свои нюансы. Во-первых, денежные средства клиентов брокера не всегда находятся на специальных брокерских счетах и не всегда расчеты по брокерским операциям производятся непосредственно с них. Такие расчеты могут проводиться либо по клиринговым регистрам при нахождении денежных средств на клиринговых счетах, либо по счетам учета другого брокера и так далее.

Во-вторых, если денежные средства клиента выведены за пределы специального брокерского счета, то там, где в действительности они находятся, не действует режим специального брокерского счета. Это создает определенные риски для клиентов брокера. Так, например, если брокер становится клиентом брокера-банка, по договору о брокерском обслуживании в этом банке ему будет открыт счет 30601, а не специальный брокерский счет. Для этого случая никаких правил сегрегации собственных и клиентских активов не установлено, что не исключает возможности объединения собственных денежных средств брокера и денежных средств его клиентов на этом счете. В случае банкротства брокера риск включения денежных средств его клиентов в конкурсную массу при такой схеме вполне возможен.

Немного лучше обстоят дела и в случае, когда брокер становится клиентом другого брокера – некредитной организации. Последний должен обособленно учитывать активы клиен-

тов нижестоящего брокера только в том случае, если этот нижестоящий брокер является клиентским брокером. У клиринговых организаций вопрос сегрегации активов участников клиринга и клиентов участника клиринга урегулирован лучше. Причем для клиентов, не предоставивших право участнику клиринга использовать их денежные средства, предусмотрен обособленный учет их денежных средств в клиринговом обеспечении (Указание Банка России от 25.07.2014 № 3349-У). Однако сегрегация денежных средств клиентов нижестоящих посредников в **пассивах** вышестоящих организаций никак не связана с механизмом распределения указанных денежных средств при банкротстве нижестоящих посредников. Напомним, что Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве)» устанавливает защитный механизм в отношении клиентских средств, которые находятся на специальных банковских счетах, а это – в случае их передачи вышестоящему посреднику или клиринговой организации – не пассивы, а **активы** вышестоящего посредника или клиринговой организации, к которым не применяются правила сегрегации и действуют правила пропорционального удовлетворения требований клиентов. Таким образом, разделение специальных брокерских счетов на счета с правом брокера использовать находящиеся на них денежные средства и счета без такого права не всегда достигает своей цели, особенно в случае передачи денежных средств брокера вышестоящему брокеру или клиринговой организации.

Различными будут последствия и в случае банкротства вышестоящего брокера, клиринговой организации или банка, в котором открыт специальный брокерский счет. Такие последствия не отражаются напрямую на клиенте нижестоящего брокера, однако по-разному влияют на его кредитный риск по отношению к нижестоящему брокеру.

Банкротство банка, в котором брокеру открыт специальный брокерский счет, приведет к тому, что все денежные средства клиентов на этом счете попадут в конкурсную массу банка. В этом случае, если у брокера не окажется в наличии активов на быстрое восполнение утраченных клиентских средств, он также станет банкротом.

Лучше будут обстоять дела, если брокер станет клиентом банка по договору о брокерском обслуживании. Тогда денежные средства, переданные банку по этому договору, будут возвращены брокеру с учетом тех рисков, которые свойственны брокеру – кредитной организации.

Последствия от банкротства вышестоящего брокера – некредитной организации или клиринговой организации, а также размер этих последствий во многом зависят от того, использовали ли они средства со специальных брокерских счетов или клирингового счета.

Принимая во внимание изложенную выше несбалансированность и фрагментарность имущественной защиты клиентов брокера, можно обозначить несколько вероятных направлений развития регулирования по данному вопросу.

1. Установление универсальных правил сегрегации клиентских активов по всей иерархии посреднических и инфраструктурных взаимоотношений и тесной связи защиты имущества клиентов с указанной сегрегацией. Несмотря на сложность данной задачи, регулирование в этом направлении будет наименее затратным для брокерской отрасли. Основной статьей затрат будут являться затраты на модернизацию систем внутреннего учета. Однако следует отметить, что правила сегрегации не только помогают обозначить контуры имущественной защиты клиентов, но и являются инструментом регулирования концентрации ликвидности и распределения рисков. В этом смысле параметры сегрегации в дальнейшем могут определять ту или иную модель рынка.

2. Поскольку законодательство о несостоятельности (банкротстве) не может определять в деле о банкротстве абсолютный приоритет имущественных прав инвестора (в частности, клиентов брокера) по отношению к правам иных кредиторов, то достичь полного иммунитета имущественных прав инвестора к конкурсной массе во всех случаях не представляется возможным. IOSCO также делает допущение относительно возможности смещения защиты прав инвесторов в сторону равенства прав кредиторов при банкротстве финансового посредника. Вместе с тем меры по недопущению банкротства и надзорные усилия по своевременному выводу проблемных компаний с рынка

могут компенсировать пробелы в защите имущественных прав инвесторов. Для этого необходимо установить для финансовых посредников нормативы покрытия риска ликвидности и нормативы достаточности капитала (далее – нормативы финансовой устойчивости). Очевидно, что чем хуже сконструирована защита имущества клиента при банкротстве брокера, тем более жесткими должны быть нормативы финансовой устойчивости. При этом под жесткостью нормативов в контексте настоящей концепции следует понимать не величину их абсолютных или относительных параметров, а их чувствительность к рискам. Это предполагает наличие многоуровневых индикаторов снижения финансовой устойчивости и ответного поэтапного усиления мер надзорного реагирования.

Следует отметить, что настройка чувствительности нормативов финансовой устойчивости к рискам имеет известные пределы, поскольку они конструируются только на вычисляемых параметрах. Следовательно, для повышения эффективности и гибкости надзора формально закрепленные требования к финансовой устойчивости должны включать в себя параметры, проверяемые Банком России на основе оценочного суждения. Стоит признать, что развитие регулирования в этом направлении будет дорогостоящим как для регулятора, так и для поднадзорных субъектов. И цена будет тем выше, чем хуже обстоят дела с защитой имущества клиента при банкротстве брокера. Основные статьи затрат для отрасли в этом направлении: модернизация технических средств для анализа, учета и составления отчетности, дорогостоящее программное обеспечение по управлению рисками, внутренний контроль, планирование капитала, повышение квалификации специалистов, выпадающие доходы в связи с отказом от риска и созданием дополнительных резервных фондов. Пропорциональное регулирование позволит снизить затраты мелких компаний по указанным статьям, однако также оно снизит и доходность мелкого бизнеса за счет отказа от рисков, не покрытых капиталом. Все это может привести к сближению российской модели рынка с американо-европейской моделью, в которой присутствует градация профессиональных участников по видам разрешенных операций.

3. Настройка параметров финансовой устойчивости брокеров является весьма длительным процессом, который может продолжаться много лет. В этой связи существуют менее эффективные, но более быстрые решения, позволяющие, тем не менее, создать условную защиту активам клиентов брокеров. К таковым относятся:

- ограничение брокера использовать в своих интересах денежные средства клиентов в процентном выражении от общего количества находящихся у него в распоряжении денежных средств клиентов;

- ограничение направлений использования денежных средств клиентов (запрет на размещение свободных денежных остатков клиентов в строительство объектов недвижимости и так далее).

Недостатком такого регулирования является то, что в случае чрезмерного ограничения брокера в использовании денежных средств клиентов оно способно существенно сократить доходы брокерского бизнеса. Выпадающие доходы в конечном счете будут компенсированы ростом брокерской комиссии, что может негативно отразиться на инвестиционном спросе. Положительным эффектом этого регулирования будет ограничение кредитного риска клиента, принимаемого на случай банкротства брокера. В этой связи для достижения оптимального социально-экономического эффекта нормирование брокера в использовании денежных средств его клиентов должно осуществляться очень осторожно и осмотрительно.

4. Установление требований к надежности места хранения активов клиентов. Эффективность данной меры не очевидна. С одной стороны, снижается кредитный риск брокера на организацию, в которой хранятся активы клиента, а следовательно, кредитный риск клиента на брокера. С другой стороны, эта мера стимулирует брокера управлять своими кредитными рисками и ограничивает возможность для большинства финансовых групп предоставлять широкую линейку сервисов на единой технологической платформе. Это может сильно ударить по конкуренции в посреднической сфере и снизить качество брокерских услуг в целом по отрасли.

5. Внедрение компенсационных механизмов. Эта мера является финальной, поскольку

закрывает оставшийся риск клиента на брокера. Ее эффективность подтверждается опытом многих стран, в которых она вводилась. В России также существует свидетельство того, как повысился интерес граждан к банковским услугам коммерческих банков при запуске системы страхования вкладов. Однако компенсационные механизмы не могут полностью заменить собой всех перечисленных выше мер защиты. Затраты на их поддержание тем ниже, чем эффективнее работают иные защитные механизмы. И вне зависимости от того, по какой организационной модели будет формироваться компенсация инвесторам, в любом случае это будет платой за существующие пробелы в их защите прав.

Из всех перечисленных возможных направлений по укреплению защиты имущественных прав инвестора в целях настоящего доклада предлагается реализовать следующие.

1. Установить, насколько это возможно, четкие законодательные механизмы защиты средств клиентов брокера при банкротстве последнего с учетом сегрегации указанных средств в условиях вертикальной интеграции финансовых посредников и расчетной инфраструктуры в общую систему расчетов по ценным бумагам и производным финансовым инструментам.

2. Определить нормативы финансовой устойчивости для брокеров в зависимости от степени защиты средств их клиентов при банкротстве брокера, принимая во внимание наличие или отсутствие у брокера права использовать средства его клиентов в своих интересах. В данном направлении уже ведется работа в части реализации «Основных направлений развития финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов».

3. Внедрить компенсационные механизмы на фондовом рынке, предусматривающие возмещение вреда инвесторам в случае банкротства брокера или его мошеннических действий. Работу в данном направлении предлагается осуществлять при условии успешной реализации первых двух направлений.

Исследования показали, что работа в указанных направлениях позволит оптимально задействовать как регуляторные ресурсы, так и ресурсы отрасли для достижения целей защиты имущественных прав инвесторов. При синхронизации соответствующих усилий с усилиями, направленными на снижение влияния криминального и мошеннического компонентов в брокерской деятельности, будет достигнут наиболее высокий уровень такой защиты.

Вопросы

1. Следует ли рассмотреть в рамках данного доклада иные направления и способы имущественной защиты клиентов брокера? Какие?
2. По вашей оценке, насколько существенно реализация направлений, приведенных в настоящем докладе, может повлиять на укрепление доверия инвесторов к российскому финансовому рынку и к финансовым посредникам?
3. Будут ли оправданы усилия и затраты на укрепление и поддержание имущественной защиты клиентов брокера в рамках реализации направлений, приведенных в докладе? Каковы ваши ожидания?
4. Следует ли что-то скорректировать или уточнить?

V. МАРЖИНАЛЬНЫЕ ТРЕБОВАНИЯ

Ликвидность финансового рынка напрямую зависит от скорости оборота финансовых активов. И чем выше скорость оборота, тем более привлекательным становится рынок для инвесторов. Современные модели рынков, конкурируя между собой, используют различные инструменты ускорения оборота, к которым, в частности, относятся торговля с плечом и производные финансовые инструменты. Указанные инструменты позволяют увеличить доходность вложенного капитала в несколько раз, однако в таком же объеме могут увеличиться и риски. Неосторожное обращение с такими инструментами может привести не только к потере вложенных средств, но и к появлению долгов у инвестора за достаточно короткий промежуток времени. И чем больше размер плеча, с которым торгует инвестор, тем меньше времени требуется для полной потери его капитала при заданной волатильности рынка. Статистика показывает, что однократно потеряв вложенный капитал, граждане, как правило, больше не возвращаются на фондовый рынок. Это приводит к сокращению инвестиционного потенциала для национального рынка. Поэтому задача регулирования сводится к тому, чтобы не допустить быстрых потерь инвестора и тем более – формирования долга. В последнем не заинтересован и брокер, так как долг клиента в конечном итоге становится убытком брокера.

IOSCO, осознавая важность указанной задачи, сформулировала следующие основные принципы регулирования маржинального кредитования, справедливые также для торговли деривативами:

1. Основой торговли с плечом являются историческая и вмененная волатильности торгового инструмента и рынка в целом.

2. Уровни маржи могут различаться для клиентов брокера различных категорий.

3. Регулирование должно быть гибким для оперативного повышения уровня маржи при повышении волатильности.

4. При определении уровня маржи должна приниматься во внимание корреляция цен на инструменты.

5. Конкуренция между рынками не должна влиять на уровень маржи.

В России маржинальные требования по ограничению рисков клиентов брокеров носят фрагментарный характер. На фондовом рынке маржинальное соотношение по открытым позициям клиентов поставлено в зависимость от риска волатильности ценных бумаг, по которым открыты позиции. На валютном рынке правила маржирования клиентских позиций идентичны правилам их маржирования на фондовом рынке, однако носят диспозитивный характер из-за отсутствия у Банка России полномочий императивно устанавливать такие правила в отношении иностранной валюты. На рынке производных финансовых инструментов маржинальные требования отсутствуют. При этом рынки производных финансовых инструментов изначально предоставляют возможность для клиентов профессиональных участников рынка ценных бумаг принять на себя неограниченный риск. С учетом того, что инвестиционные портфели клиентов брокеров могут формироваться из инструментов фондового, валютного рынков и рынка производных финансовых инструментов, справедливо напрашивается решение об установлении единых требований портфельного маржирования по всем указанным инструментам.

Анализ практики торговли ценными бумагами и производными финансовыми инструментами, а также консультации с профессиональными участниками рынка ценных бумаг показали следующее. Некоторые брокеры с недавнего времени стали открывать клиентам единые счета, на которых учитываются не только позиции по ценным бумагам, но и валютные позиции и позиции по фьючерсам. Изучив практику консолидации спот-инструментов и фьючерсов в портфелях клиентов, можно отметить,

что маржирование таких портфелей производится некорректно. Брокеры, следуя установленным Банком России правилам маржирования, вынуждены не учитывать хеджирующий эффект фьючерсов и требовать от клиента повышенного обеспечения по уровню спот-позиций, несмотря на снижение уровня риска. Опционные позиции клиентов брокеры учитывают отдельно, так как сложно определить уровень маржи по ним солидарно с уровнем маржи по остальным инструментам. Кроме того, контроль и управление риском клиента по опционным позициям существенно отличаются от контроля и управления риском по другим, линейным инструментам. Это связано со сложностью переоценки опционов, оценки их рисков и недостаточной ликвидностью.

Рынок деривативов в целом имеет сложную структуру, которую условно можно разделить на биржевой и внебиржевой сегменты. При этом оба сегмента условно делятся на розничный и междилерский секторы. Биржевой сегмент для обоих секторов имеет ограниченный набор инструментов и подчинен системе управления рисками центрального контрагента. Внебиржевой рынок наиболее разнообразен как с точки зрения выбора инструментов, так и технологии продаж и управления рисками. Междилерский деривативный рынок несет в себе системные риски и должен рассматриваться в комплексе со всеми механизмами концентрации и трансмиссии рисков через рыночные каналы другим участникам финансового оборота. Этой проблеме посвящено множество трудов в рамках работы по реализации договоренностей на Питтсбургском саммите «Группы 20». Что касается розницы, то здесь присутствует огромное разнообразие форм продажи производных финансовых инструментов гражданам, например:

- частные форвардные и опционные дески,
- проведение азартных игр в форме торговли бинарными опционами,
- продажа структурных продуктов.

Внебиржевые производные финансовые инструменты в отсутствие стандартизации имеют непрозрачную структуру рисков. В этой связи практика обслуживания клиентов строится по двум сценариям. Первый сценарий предполагает недружественную к клиенту политику

управления рисками, предусматривающую существенное отвлечение средств клиента в обеспечение открытых позиций. Второй сценарий, напротив, предусматривает низкий уровень обеспечения с передачей клиенту слишком высоких рисков. Оба сценария требуют регуляторного решения, уравнивающего интересы брокера и клиента.

Вместе с тем в настоящее время выработать унифицированный подход для подобных случаев не представляется возможным. Такое положение дел вынуждает рассматривать вопрос об установлении запрета брокерам включать в состав портфелей клиентов, к которым предъявляются маргинальные требования, производные финансовые инструменты, обязательства из которых не подлежат клирингу с участием российского или иностранного центрального контрагента, за исключением отдельных производных финансовых инструментов или структурированных с ними сделок с защитой капитала. Однако в тех случаях, когда риск является регулируемым, предлагается рассматривать правило, согласно которому производные финансовые инструменты или структурированные с ними сделки с защитой капитала могут быть включены в портфели клиентов при условии, что предусмотренный в них рыночный риск не превышает 20% вложенной суммы, а также при условии, что динамика базисного актива такого производного финансового инструмента находится в открытом доступе и лицо, раскрывающее динамику, не имеет коммерческого интереса от продажи такого производного финансового инструмента или совершения структурированной с ним сделки с защитой капитала. Данное правило также следует применять к ценным бумагам, условия выпуска которых содержат условия производных финансовых инструментов.

В отношении инструментов, обязательства из которых подлежат клирингу с участием центрального контрагента, необходимо провести следующие меры:

1. Дополнить существующие маргинальные правила механизмом неттирования рисков позиций по спот-инструментам с рисками по фьючерсным контрактам.

2. Установить дополнительное маргинальное правило для портфелей с нелинейными

инструментами, предполагающее корреспонденцию требований к размеру маржи клиента брокера с требованиями центрального контрагента, которые устанавливаются при сегрегации активов и позиций клиентов брокера на брутто-базисе.

Предлагаемые меры в отношении внебиржевого и биржевого рынка финансовых инструментов позволят:

– синхронизировать регулирование рисков для рынка спот-инструментов и рынка линейных деривативов, единообразно предоставив защиту прав инвесторов;

– унифицировать отраслевые технические стандарты и стандарты управления рисками во всех брокерских домах;

– повысить прозрачность структурных продуктов, предлагаемых клиентам.

По данным исследования, в настоящее время реализация указанных мер не приведет к увеличению расходов отрасли, однако в случае если практика работы с деривативным рынком получит разнонаправленное и многовариантное развитие, приведение ее к унифицированной модели будет дорогостоящим для отрасли.

Вопросы

- 1. Каковы проблемы с применением текущих маржинальных требований? Требуется ли что-то улучшить?*
- 2. Следует ли в настоящее время или в дальнейшем вводить регулирование единого портфельного маржирования линейных и нелинейных инструментов или достаточно разделения портфелей, приведенного в настоящем докладе?*
- 3. Какие, на ваш взгляд, внебиржевые производные финансовые инструменты являются безопасными для граждан и требуют пересмотра позиции, изложенной в настоящем докладе?*

