

# Консенсус между рынком и регулятором

В рамках дискуссионной панели «Регулирование профессиональных участников рынка ценных бумаг» обсуждались вопросы пропорциональности регулирования; новая классификация инвесторов ( профессиональные, квалифицированные и неквалифицированные); новая концепция развития брокерской индустрии; готовность брокеров к работе с долгосрочными инвесторами

Участники: Лариса Селютина, директор департамента рынка ценных бумаг и товарного рынка Банка России; Елена Ненахова, начальник Управления стратегии функционирования финансовых рынков, департамент развития Банка России; Сергей Золотарев, директор ЗАО «Октян Брокер»; Владислав Кочетков, президент, председатель Правления ИХ «ФИНАМ»; Юрий Минцев, генеральный директор российского брокерского бизнеса АО «Открытие Брокер».

Модератор — Роман Горюнов, президент НП РТС

**Роман Горюнов.** Добрый день, коллеги. Хотел бы поблагодарить Алексея Тимофеева за традиционно крайне интересное и содержательное мероприятие. Тема обсуждения у нас сейчас — очень живая, в силу недавно опубликованного ЦБ консультативного доклада относительно перспектив регулирования брокерской деятельности в РФ, весьма интересного и интеллектуального труда. Я думаю, мы начнем с выступления Ларисы Константиновны Селютиной,

а дальше с участниками рынка обсудим возникшие мысли.

**Лариса Селютина.** Спасибо. Еще раз добрый день, участники конференции. Для меня конференция в Екатеринбурге — знаковая, действительно очень серьезное мероприятие, где мы с вами обсуждаем все вопросы, которые накопились.

Я бы сначала хотела сказать, почему мы пришли к необходимости выработки стратегического документа, связанного с вопросами развития, а именно регулирования брокерской деятельности. У меня эта идея возникла еще два года назад, когда я возглавила департамент — в силу необходимости постоянной разработки колоссального количества документов на основании постоянно возникающих инициатив — от регулятора, от СРО, от брокеров. И мы проанализировали вообще регулирование деятельности брокеров, соотнесли с международной практикой. Затем выделили проблемные



аспекты. Регулирование брокеров по некоторым аспектам уже отстает, вернее, изменилась среда. Изменились правила торговой и расчётной инфраструктуры, выпуска и обращения финансовых инструментов, брокеры получили доступ к валютному и товарному рынкам, торговля деривативами стала неотъемлемой частью их деятельности. А регулирование по закону осталось ограничено правилами купли-продажи ценных бумаг.

С одной стороны, это дало толчок развитию новых технологий оказания посреднических услуг. Это неплохо, но с другой стороны, за счет этого увели-

чиваются риски и для брокеров, и для инвесторов. Для брокеров риски в том, что изменение формы договоров услуг, которые предлагают инвесторам, выводит некоторые услуги из-под стандартного регулирования. Получается регуляторный арбитраж, предоставление определенных услуг как будто не требует лицензии. Получается неконкурентная среда. В то же время брокерские компании сегодня достаточно зарегулированы, требования к ним все растут и растут. Возникающий теневой сегмент начинает нас беспокоить.

По всему докладу красной нитью идет тема инвестора и его прав.

Регулятор уже говорил об этом достаточно много и индустрия соглашается с нами — налицо недостаток инвесторов. Этому много причин — и недостаточная финансовая грамотность, и не очень хорошая экономическая ситуация, и снижение доходов. Но также серьезной проблемой все еще остается недостаток доверия нашего населения к фондовому рынку.

Мы должны переломить эту тенденцию. Все выявленные риски мы выделили в несколько направлений, где необходимо регулирование изменить: это модели финансового посредничества, конфликт интересов, защита имуще-



ственных прав, маргинальная торговля и альтернативные рынки.

Что касается моделей финансового посредничества: это тенденция к развитию гибридных моделей, в момент, когда посредник меняет или способ предоставления клиенту услуги, или вид договора, что устраняет квалифицирующие признаки брокерской деятельности. Это помогает посреднику избежать гражданско-правовой ответственности. Есть риски толкования, может сложиться судебная практика не такая, как нам бы хотелось, поэтому мы считаем, что необходимо единообразное регулирование финансового посредничества — независимо от правовой формы, в которую оно облекается.

Как это делать, мы обсудим с рынком и придем к правильному решению.

Что касаето конфликта интересов, то вы знаете, что отчет IOSCO поставил нам двойку. В этой уважаемой организации сказали, что принцип №8 регулирования конфликта интересов на российском рынке ценных бумаг не реализован в российском законодательстве. Мы, конечно, спорили, мы считаем, что это не совсем так, но проверяющие остались неумолимы. На сегодняшний день Банк России уже сделал определенные шаги по укреплению регулирования, ввел на уровне лицензионных требований обязанность профучастника контролировать конфликт интересов и раскрывать о нем информацию клиенту до начала совершения сделок. Однако этого мало, необходим еще ряд шагов: определить типы конфликта интересов, детализировать требования в отношении запрета определенных операций, к организационной структуре, политике вознаграждения.

В отношении альтернативных рынков наибольшее опасение вызывает валютный рынок, где брокер стал уже полноценным посредником, поскольку он по-прежнему находится вне

сфер регулирования; при этом валюта и валютные позиции сейчас включаются в состав портфелей клиентов брокера. Мы не рассматриваем вопрос о полном распространении периметра брокерской деятельности на валютные рынки, поскольку на масштабы такого регулирования могут оказать негативное влияние издержки отрасли. Поэтому будем ставить вопрос об установлении режима защиты клиентских валютных средств на счетах брокера и вопрос по маргинальной торговле.

Защита имущества клиента — тоже тема для всех известная. Ценные бумаги — это наиболее защищенное имущество на сегодняшний день, потому что сегрегация, которая введена при учете ценных бумаг, обеспечивает клиенту иммунитет против обращения взысканий по долгам брокера и иных лиц. С денежными средствами — другая проблема. Брокерский бизнес поделен между кредитными организациями-брокерами и некредитными организациями; в зоне действий кредитных организаций правовой режим денежных средств определяется банковским регулированием, а у брокера-небанка — регулированием рынка ценных бумаг. Поэтому здесь регулятор тоже будет предлагать установить универсальные правила сегрегации клиентских активов, и задача это не тривиальная.

По маргинальным требованиям: наши опасения вызывает только что описанная фрагментарность. Правила для валютных маргинальных операций пока введены по аналогии с фондовыми, но как рекомендация. У Банка России пока нет полномочий, и мы здесь будем работать, а вот на срочном рынке с этим большие проблемы. Наша задача все эти элементы свести к единому показателю.

В целом я пробежалась по консультативному докладу. Это все проблемы, которые выделил Банк России. В про-





цессе обсуждения вы можете сказать, что есть еще какие-то важные элементы, которые не вошли в доклад, или они не так четко позвучали в этом докладе. Мы готовы это принимать, потому что после обсуждения сделаем некую общую дорожную карту: какие требуются поправки в закон, в нормативные акты. Это сложная работа, я надеюсь, мы будем работать вместе с саморегулируемыми организациями, и когда увидим уже общую картинку, то определимся со сроками введения.

**Роман Горюнов.** Спасибо большое, Лариса Константиновна. Не думаю, что мы сегодня сможем обсудить все аспекты этого доклада: он действительно крайне насыщенный, содержательный, но какие-то вопросы можно поднять. Я бы хотел начать с действительно проходящего красной нитью и в этом докладе, и в докладе про квалинвесторов вопроса доверия и недобросовестных практик. Я бы хотел спросить участников рынка про отношение к этому тезису. Второе — назвать практику, приводящую к недоверию. Третий вопрос — как оценивать удовлетворенность клиентов в контексте доверия и насколько релевантно оценивать это с точки зрения количества жалоб клиентов.

**Юрий Минцев.** Рад всех приветствовать. Что касается недобросовестной практики. Я вот ритейлом и брокериджем занимаюсь двадцать лет. В 2002 году ФСФР нам впервые отрегулировала плечо, сильно его ограничила, и мы сказали, что клиенты теперь уйдут на форекс. Нам сказали, что форексникам плечо тоже отрегулируют, но воз и ныне там. Дальше в 2006 году нам отрегулировали рекламу, а брокеры иностранных юрисдикций как рекламировались, так и продолжают. Мы опять пошли в ФСФР и спросили: «что вы делаете?» Мы их отрегулируем, сказали нам. На мой взгляд, самая недобросовестная практика заключается в том, что российских брокеров все

время регулируют, все время зажимают, а брокеров иностранных юрисдикций по каким-то причинам не трогают вообще.

Мы сейчас обсуждаем два революционных документа. Ни в одном документе, ни в другом нет ответа на вопрос: как защищать инвестора от ухода в иностранные юрисдикции. Мне кажется, это большая фрагментарность. Тогда давайте зададим вопрос: мы защищаем инвестора или наоборот? Самая недобросовестная практика — это арбитраж в регулировании между российскими лицензированными брокерами и брокерами иностранных юрисдикций, куда я включаю форекс тоже.

Одним из самых скользких моментов является продажа инвестиционных продуктов населению. Сейлзу, который мотивирован на объем продаж, очень трудно удержаться от того, чтобы не обещать клиенту золотые горы. Поскольку если русскому клиенту не пообещать золотых гор, то он, скорее всего, не купит. Мы неоднократно проводили проверки сейлзов: многие на этом срывались, обещали «30% за год будет, зуб даю».

Вот с этим надо бороться, но не на уровне регулятора, а на уровне СРО и брокеров.

**Лариса Селютин.** Я бы хотела обсудить те аспекты, которые отражены в докладе. Потому что, Юрий, я не говорила сегодня о недобросовестной практике брокеров. Я говорила о недоверии к финансовому рынку в целом и что для такого отношения очень много причин.

**Юрий Минцев.** Лариса Константиновна, по моим данным, от 2 до 5 млн россиян прошло через форексские компании. После этого при слове «инвестиции» у них теперь появляется на лице брезгливая улыбка.

**Владислав Кочетков.** Проблема фондового рынка — это сам фондовый рынок. Вспомните декабрь 2014 года.





Почему люди не верят в фондовый рынок? Да потому, что периодически, раз в 3–4 года он падает — и падает почти в ноль. Нормальному брокеру нет смысла реализовывать недобросовестные практики, поскольку стоимость привлечения клиента (с учетом условий российской экономики) стабильно растет. Любой нормальный брокер заинтересован в долгоживущем клиенте, потому что рентабельность клиента довольно стабильна. Мы в отличие от форексного брокера зарабатываем на комиссии клиента, а не на его сливе. Поэтому чем больше клиент проживет, тем больше мы заработаем. Основная проблема — во многом нестабильность самого рынка и корпоративное управление, это намного более значительный фактор нестабильности рынка, чем брокерские практики.

**Роман Горюнов.** Я еще про оценку удовлетворенности спрашивал.

**Владислав Кочетков.** Оценка удовлетворенности мы все меряем, у клиентов «Финама» — 75%, значительно больше, чем у Сбербанка.

**Роман Горюнов.** Какой критерий ты считаешь объективным, если говорить про рынок в целом. Вот какой критерий может отслеживать Банк России, чтобы понимать степень удовлетворенности инвесторов российскими брокерами?

**Владислав Кочетков.** С этой точки зрения критерий один: увеличение клиентской базы и количества клиентов на фондовом рынке. Не забывая, что нормальный клиент может сделку не делать год или даже два. А ведь ЦБ говорит о том, что нужен долгосрочный инвестор, но при этом срез проводит ежемесячно, по некоторому срезу спекулянтов.

**Роман Горюнов.** Хорошо. Сергей, что ты думаешь по этому поводу?

**Сергей Золотарев.** Я тоже считаю, что мы ищем проблему там, где светло, а не там, где она возникла. Недоверие

клиентов к фондовому рынку возникло точно не из-за нечистоплотности брокеров или каких-то недобросовестных практик. Оно возникло из-за того, что у нас макроэкономика такая, из-за того, что у нас эмитенты такие, из-за того, что у нас корпоративное управление такое. В конечном счете, это все идет от государства. Посмотрите, как наши госкомпании ведут себя в отношении закона по своим офертам, по другим корпоративным обязательствам. Конечно же, эти недобросовестные практики не привлекают население. Косвенно о доверии населения к финансовым рынкам может говорить баланс валютных и рублевых вкладов, который очень сильно изменился за последний год-два.

Регулятор, в том числе, говорит о доверии, но доверие должно быть обоюдным. Когда мы получаем очередные инициативы регулятора достаточно неожиданно, с достаточно жесткими сроками и серьезными поворотами, то если ты не брокер «too big to fail», то у тебя всякий раз при таких инициативах встает вопрос «жить или не жить». Это точно не добавляет доверия и проецируется, в итоге, на клиентов.

Еще бы хотел отметить доклады о квалифицированных инвесторах и брокерской деятельности. Хорошо, что они появляются как консультативные, и хорошо, что почти в каждом пункте есть оценка стоимости для индустрии. Но они друг другу противоречат, на мой взгляд, и это тоже порождает некоторое недоверие. Мы понимаем, что есть разные взгляды на развитие финансового рынка, и не понимаем, какой победит. А без этого с доверием как-то сложно.

**Роман Горюнов.** Сергей, спасибо большое, что поднял две важные темы. Я бы сейчас хотел обратиться к Елене Ненаховой. Действительно, когда смотришь на активность в

контексте развития регулирования Банка России, то возникает некоторое непонимание в связи с тем, что регулирование возрастает по всем направлениям. Ужесточение требований направлено на повышение доверия, но потом мы говорим, что этого недостаточно и сейчас надо ужесточить требования к брокерам. Но потом и этого недостаточно — и мы просто запрещаем инвесторам торговать. Ну то есть мы много чего регулируем, но признаем, что всё это неэффективно. Так вот, что ЦБ собирается в связи с этим делать?

**Елена Ненахова.** Добрый день, уважаемые участники конференции. Тут Роман затронул очень интересные темы и пошла живая дискуссия. Собственно, даже еще с первой панели, когда Олег Вячеславович говорил, что новые инвесторы не должны разочароваться при приходе на рынок. Мы стараемся сейчас привлечь клиентов на рынок. При этом важным аспектом тут является именно защита прав инвесторов.

Вот тут обсуждалось, как измерять удовлетворенность клиентов услугами брокера. В Банк России поступают жалобы на поведение участников рынка. По итогам второго квартала число жалоб на профучастников относительно невелико, около 20 тысяч. Но, наверное, нельзя мерять удовлетворенность только жалобами. Хотела бы обратить внимание на исследование финансовой доступности, опубликованное на сайте Банка России. Там есть индикатор, сделанный на основе опроса населения, относительно удовлетворенности предоставлением финансовых опросов и услуг. В любом случае, опрос показывает достаточно неплохую динамику по доверию.

Важная вещь по защите прав инвесторов. Сейчас ЦБ совместно с саморегулируемыми организациями будет проводить соответствующую работу и уже были вывешены на сайт требо-

вания к базовым стандартам по защите прав потребителей финансовых услуг. Соответственно, такую работу мы будем проводить по всем рынкам и сейчас внутри ЦБ обсуждаем наполнение этих требований. Но пока для нас очевидно, что туда должны быть дополнительно включены еще несколько важных блоков. Там должна присутствовать тема обеспечения получателя финансовых услуг информацией: чтобы инвестор мог получить информацию о финансовом продукте в доступной форме. Мы надеемся, что участники финансового рынка постараются сами для себя сформулировать, как соответствующая информация должна быть донесена. Важным аспектом также является предоставление информации о конфликте интересов.

Также мы считаем важным механизм решения проблемы до вмешательства Банка России. Важным является и стандартизация формы отчетов. Есть достаточно много вещей, которые можно здесь обсуждать.

**Роман Горюнов.** Лена, извини, а когда эти требования появятся? Просто вот Совет директоров НАУФОР принял решение, что через полгода принятые НАУФОР стандарты станут обязательными для всех ее членов. И не получится ли так, что сейчас рынок что-то сделает, а потом придется сделанное переделывать под новые требования регулятора?

**Елена Ненахова.** Мне кажется, подобный вопрос уже обсуждали в первой панели. Мы ожидаем, что вы как участники рынка будете нас активно вовлекать как сотрудников регулятора. Центральный банк, в принципе, в курсе идей, которые есть в НАУФОР.

**Роман Горюнов.** Спасибо, Лена. Я правильно понял, что в целом у Банка России нет особых жалоб по отношению к брокерскому сообществу? Можно вот еще спросить про отсутствие цивилизованного способа действий при отзыве лицензии?







**Лариса Селютина.** Я так понимаю, что дискуссия, наконец-то, вошла в конструктивное русло. Это то, о чем я говорила. Тема защиты имущества инвестора у нас обозначена в докладе. Обсуждение этого вопроса более конструктивно, чем вопросы, зачем ЦБ отзывает лицензии. Владимир Викторович уже объяснил зачем, а сейчас ваши комментарии говорят о том, что нет механизма для того, чтобы этот процесс отрегулировать. Мы по возможности уже делаем попытки такого регулирования: уже отзывает некоторые лицензии с «отсрочкой», чтобы компания могла завершить свои

операции, если у нее есть клиенты. Но этого недостаточно, я согласна.

Поэтому записываем первое предложение от сообщества — чтобы мы этот момент, эту процедуру — рассмотрели.

**Роман Горюнов.** Мне кажется, регулятор сам осознает, что действия, которые произойдут в результате реализации этого доклада, приведут к увеличению регуляторной нагрузки. Вместе с тем, в рамках доклада я не увидел, что брокеры получают положительного в обмен на такое увеличения. Коллеги брокеры, чтобы вы хотели попросить у регулятора в обмен на увеличение нагрузки. Чего

вам не хватает в контексте брокерской деятельности?

**Юрий Минцев.** Наверное, то же самое, о чем я уже говорил: интернет переполнен рекламой бинарных опционов и форекса. Я бы попросил — давайте сделаем, чтобы ее не было.

**Сергей Золотарев.** У меня как у «маленького человека» взамен на увеличение регуляторной нагрузки есть просьба не увеличивать регуляторную нагрузку.

**Роман Горюнов.** Это в продолжение дискуссии о пропорциональном регулировании: Владимир на пленарке сказал, что ЦБ активно хочет туда идти, а у меня просьба — уже не хотеть, а скорее идти.

Иначе, когда оно появится, уже не останется тех, на кого оно рассчитано.

**Юрий Минцев.** Насколько я понимаю, идет разговор про аутсорсинг и отдачу брокерами непрофильных функций. А почему ты, Сергей, об этом не говоришь?

**Сергей Золотарев.** По одной простой причине. Я должен сначала видеть конечную конфигурацию рынка — и тогда я пойму, как мне в этой конфигурации действовать: идти на аутсорсинг, в субброкерство — или отказываться от лицензии. Пока конечная конфигурация для меня непонятна. Она не будет понятна, пока не начнется реализация доклада.

**Роман Горюнов.** Но ведь в докладе регулятор и пытается решить эту задачу — сделать картинку понятной.

**Владислав Кочетков.** Читателю из самого по себе доклада мало что понятно. Там может подразумеваться либо формирование рынка под одного участника в лице Сбербанка, либо формирование нормального цивилизованного рынка, с защищенным, довольным инвестором. И то, и то возможно, но из доклада не ясно совершенно, что будет.

**Лариса Селюткина.** Мне нравятся крупные брокеры, которые все время спрашивают, что им делать, поскольку сами этого не знают. Если непонятно, мы предлагаем изменить отношения с регулятором, сделать их более открытыми. Мы не выдаем вам готовые нормативные акты, у нас по каждому серьезному проекту нормативного акта создается рабочая группа; каждый акт мы обсуждаем с рынком с начала его подготовки. А сейчас пошли еще дальше: я вам предлагаю долгосрочную стратегию к обсуждению, ваше будущее в ваших руках, совместно со стандартами СРО. Мы вместе будем выработать подходы к регулированию, тогда у нас все получится.

**Владислав Кочетков.** Я, кстати, поддерживаю. Если доклад по квалинвесторам

сделали по умолчанию, то доклад по брокерской деятельности попал к нам даже до официальной презентации. Как будет развиваться регулирование «финтеха»?

**Лариса Селюткина.** Мы уже говорили, что это приветствуется. В рамках доклада, коллеги, есть ли еще у вас важные проблемы, которые вы бы хотели, чтобы регулятор услышал?

**Сергей Лукьянов.** Есть вопросы как по ответственности брокеров, так и по защите инвесторов. В отрасли есть принципиальное согласие о страховании индивидуальных инвестиционных счетов. Хотелось бы эту тему продвинуть именно сейчас, когда это направление только формируется и у брокеров есть еще возможность поменять бизнес-модель, заложить комиссию, что-то переложить на клиентов с учетом возможности появления компенсационного фонда. Это долгосрочные инвесторы, не спекулянты, те инвесторы, которых мы хотим защитить. Сейчас в отрасли есть внутреннее согласие и пока отрасль сама готова скидываться для создания такого фонда.

**Лариса Селюткина.** Роман, в первый раз отрасль говорит, что сама готова еще взять на себя нагрузку ради того, чтобы клиент пошел. Отрадно слышать, мы не возражаем, но это на уровне закона должно решаться, не знаю, готов ли законопроект. А что по этому поводу думают некрупные брокеры?

**Сергей Лукьянов.** У некрупных брокеров как раз немного таких счетов.

**Сергей Золотарев.** Я не только не буду возражать, скажу наоборот. В докладе достаточно хорошо проработан вопрос защиты инвесторов. Создание компенсационного фонда идет пунктом три после выполнения пункта один («установить четкий законодательный механизм защиты инвесторов») и пункта два («определить нормативы устойчивости для брокеров»). Работу в направлении пункта три, то

есть, внедрения компенсационных механизмов, предлагается начать после успешной реализации первых двух пунктов.

Когда к брокеру приходит простой человек, знающий только депозиты и желающий вложиться в фондовый рынок, для него ни первый, ни второй пункты недоступны. Ему важно, есть ли у брокера компенсационный фонд. Поэтому компенсационный фонд — это пункт номер один, на мой взгляд.

**Роман Горюнов.** Если мы серьезно рассчитываем на приход денег с депозитов, то необходимо признать, что на текущий момент предложения небанковского финансового рынка неконкурентоспособны по отношению к банковским. Государство много лет создавало условия, чтобы народ шел в банковские депозиты, и не создавало условия, чтобы он шел на финансовые рынки. С этой точки зрения гарантия по дефолтам брокеров является одним из существенных пунктов.

Но я бы ожидал более комплексного рассмотрения этого вопроса — в каких еще пунктах индустрия неконкурентоспособна по отношению к банкам.

**Сергей Золотарев.** Если появится защита клиента, в случае банкротства брокера и одинаковый режим налогообложения для финансовых инвестиций и депозитов, то все остальные вопросы небанковский финансовый сектор очень быстро подтянет.

**Роман Горюнов.** Возможно. Это и есть два ключевых вопроса. ■