

НАУФОР

**Комментарии НАУФОР
к докладу Банка России
«Универсализация или специализация?
Роли участников на фондовом рынке»**

Одобрены Советом директоров
НАУФОР 25 июля 2024 года

Июль 2024

Комментарии Национальной ассоциации участников фондового рынка к докладу Банка России «Универсализация или специализация? Роли участников на фондовом рынке»

Национальная ассоциация участников фондового рынка считает важным публичное обсуждение подходов к распределению ролей между инвестиционными финансовыми посредниками и инфраструктурными организациями на российском финансовом рынке и предлагает свои комментарии по вопросам, сформулированным в докладе Банка России «Универсализация или специализация? Роли участников на фондовом рынке» (далее – Доклад).

1. Видите ли вы иные возможные значимые направления развития архитектуры рынка?

НАУФОР считает необходимым обсудить следующие дополнительные к поставленным в Докладе вопросы развития архитектуры рынка.

1) Децентрализация учетной инфраструктуры¹. В связи с санкциями, наложенными на НРД, являющийся центральным депозитарием, возможность инвестирования в ценные бумаги, учитываемые в центральном депозитарии, инвесторов-нерезидентов исключена или ограничена. В связи с этим, требуют обсуждения меры по изменению учетной инфраструктуры, которые позволили бы привлечь дружественных нерезидентов к инвестированию на российском рынке ценных бумаг. Такие меры, возможно, будут связаны с отказом от центрального депозитария и, таким образом, децентрализацией учетной архитектуры. Децентрализация инфраструктуры может быть решением и поставленного в Докладе вопроса о принадлежности центрального депозитария к одной группе компаний, препятствующей

¹ Федеральный закон от 07.12.2011 № 414-ФЗ «О центральном депозитарии» (статья 24) предусматривает возможность открытия счета номинального держателя в реестрах компаний, раскрывающих информацию в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (то есть компаний, ценные бумаги которых находятся в публичном обращении) только для центрального депозитария.

справедливой конкуренции, что на наш взгляд важно не только при универсализации, но и при специализации как условие для конкуренции между разными биржами, а также биржами и иными организаторами торговли.

2) Целесообразности открытия в центральном депозитарии счетов конечных владельцев. В настоящее время реализуются проекты по выпуску народных облигаций отдельными субъектами Российской Федерации и некоторыми корпоративными эмитентами, которые предполагают открытие счетов в центральном депозитарии депо инвесторам, не являющимся финансовыми организациями. Требуют дополнительного обсуждения целесообразность сохранения такой возможности для центрального и расчетного депозитария, возникающие при этом риски инфраструктуры (в том числе, кредитные), способность центрального (расчетного) депозитария вести «клиентскую работу», в том числе управлять значительно возрастающими при этом рисками, а также отвлечение центрального (расчетного) депозитария от выполнения своей основной инфраструктурной функции.

3) Отмена ограничений на деятельность финансовых организаций в качестве оператора финансовых платформ. Ранее НАУФОР предлагала (письмо ассоциации в Банк России исх. № 357 от 23.06.2021) отказаться от ограничений на совмещение деятельности финансовых организаций и финансовых платформ², считая их неоправданным, препятствующими созданию «открытой архитектуры» финансового рынка. При этом, по нашему мнению, следует:

1) разрешить совмещение деятельности оператора финансовой платформы со всеми видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, деятельностью управляющей компании ПИФ и НПФ, а также деятельностью кредитной организации;

2) отменить для профессиональных участников рынка ценных бумаг и управляющих компаний ПИФ и НПФ, а также для кредитных организаций требование к минимальному размеру собственных средств оператора финансовой платформы;

² В соответствии с Федеральным законом от 20.07.2020 № 211-ФЗ «О совершении финансовых сделок с использованием финансовой платформы» оператор финансовой платформы не вправе совмещать свою деятельность с деятельностью кредитной организации, с деятельностью некредитной финансовой организации, за исключением деятельности организатора торговли, депозитария, специализированного депозитария, регистратора (ч.2 статьи 8), должен быть создан в организационно-правовой форме акционерного общества (п.2 ч.1 статьи 2) и иметь собственный капитал в размере не менее 100 млн рублей (ч.1 статьи 8).

3) исключить ограничения на организационно - правовую форму оператора финансовой платформы.

2. К каким дополнительным (не указанным в докладе) эффектам может привести реализация универсализации функций брокеров и инфраструктурных организаций и их специализация?

В Докладе правильно описаны риски универсализации. Мы также считаем важным обратить внимание на конкурентную мотивацию участников рынка, которая возникнет в случае реализации концепции универсализации, которая приведет к отказу брокеров рассматривать биржу как нейтральное место их «встречи» друг с другом, к восприятию биржи как конкурента, заставляя их самостоятельно организовывать сделки для своих клиентов, делая последствия, описанные в Докладе, неизбежными.

3. Как вы оцениваете риски перераспределения рынка между инфраструктурными организациями и брокерами в случае универсализации?

Как верно указывается в Докладе, движение в сторону универсализации влечет за собой существенные риски, такие как формирование нескольких пулов ликвидности с различной оборачиваемостью и неоднородностью ценообразования финансовых инструментов, что негативно отразится на возможности выхода на рынок новых эмитентов, необходимость доработки организационной и технологической базы биржи и центрального депозитария для непосредственного обслуживания конечных клиентов, работы с новыми рисками и внедрения инструментов по обеспечению защиты их прав, что приведет к увеличению стоимости их услуг и в конечном счете будет переложена на инвесторов, большинство из которых не заинтересованы в использовании «прямого» доступа на биржу.

Помимо этого, мы видим следующие дополнительные риски:

1) возникновение у биржи и центрального депозитария большого количества конфликтов интересов. Главный конфликт интересов заключается в том, что роль, которую биржа принимает на себя в случае «прямого доступа», приводит к конкуренции с ролью работающих на ней посредников, при этом выполнение этой роли и присущих ей функций будет

финансироваться за счет самих посредников как участников организованных торгов и их активов, которые находятся в распоряжении биржевой группы. Конкуренция, которая возникает между брокерами, расчетной инфраструктурой и биржей не является равной, поскольку «прямой доступ» предоставляет бирже чрезмерные конкурентные возможности в привлечении клиентов «напрямую», в том числе из-за предусмотренного регулированием доступа к информации о всех клиентах посредников, работающих на ней, из-за возможности определять условия доступа к биржевым торгам инвесторов «напрямую» и через брокеров, предусмотренного регулированием для центрального депозитария право быть единственным номинальным держателем в реестрах торгуемых ценных бумаг;

2) значительная концентрация на инфраструктурных организациях рисков, которые в настоящее время распределяются между всеми финансовыми посредниками, обеспечивая стабильность финансовой системы. В первую очередь это касается рисков маржинальных сделок и необеспеченных операций (если биржа или иная аффилированная с ней организация будет предоставлять такие услуги), которые в основном локализуются внутри посредников, гарантийные механизмы инфраструктурных организаций включаются в редких случаях. В результате «прямого доступа», допускающего предоставление «плечей», биржа и ее расчетная инфраструктура сами становятся источником риска, который может переноситься на посредников, усложняя управление рисками на рынке ценных бумаг и становясь для посредников причиной ограничивать риски на биржевую торговлю;

3) отвлечение значительных ресурсов от текущей деятельности инфраструктурных организаций и брокеров. «Смещение ролей» может навредить экономической модели работы посредников, снизив мотивацию по привлечению клиентов, а также снизить у биржи мотивацию и создать конфликт интересов для решения ее основных задач. Посредники осуществляют большой объем работы, связанной с привлечением и обслуживанием клиентов, в том числе маркетинг, идентификацию, контроль в сфере ПОД/ФТ, консультационную поддержку, налоговое агентирование, тестирование, обработку жалоб и обращений, которые связаны со значительными расходами. Расходы посредников на привлечение и обслуживание клиентов в случае разрешения «прямого доступа» могут быть не оправданы доходами от иных услуг, а объемы активов клиентов, которые могут использоваться посредниками уменьшатся, что будет приводить к повышению стоимости обслуживания клиентов, к

сужению круга предоставляемых услуг, их качества, а также, возможно, к уменьшению количества посредников. Биржа и расчетная инфраструктура, которые должны будут осуществлять те же функции, могут быть отвлечены от создания новых биржевых инструментов, совершенствования условий биржевой торговли и расчетов, управления рисками, контроля за манипулированием и использованием инсайдерской информацией, более того, при выполнении этих общерыночных функций будут испытывать конфликт интересов, руководствуясь интересами обслуживания клиентов, работающих «напрямую», и осуществляя контроль за самой собой.

Учитывая изложенное, разрешение «прямого доступа», даже если биржа им не воспользуется, заставит посредников избегать сотрудничества с биржей, отказываясь от выполнения функций биржевых маркет-мейкеров, замыкая оборот клиентов «внутри себя» или объединяя его с другими брокерами на специальных, альтернативных бирже, площадках, а также создавать «внебиржевые» финансовые инструменты. «Прямой доступ» может привести к «миграции» на внебиржевой сегмент как торговли акциями, так и торговли облигациями и рынка IPO, в настоящее время биржевых, что является особенностью российского рынка ценных бумаг по сравнению с иностранными рынками.

С учетом этого НАУФОР поддерживает вывод, что сохранение специализации, то есть ограничение «прямого доступа» на биржу, представляется более предпочтительным направлением развития архитектуры российского фондового рынка.

4. Согласны ли вы с позицией Банка России о необходимости сохранения концентрации ликвидности на российском фондовом рынке?

Мы согласны с тем, что ликвидность на рынке ценных бумаг должна концентрироваться. При этом, концентрация ликвидности не предполагает ограничение на конкуренцию между биржами, а также на конкуренцию бирж и иных организаторов торговли, что увеличивает общую ликвидность организованного рынка, а не уменьшает ее, улучшает, а не ухудшает справедливое ценообразование. Очевидно, что при этом должны поддерживаться доступными текущие рыночные данные, раскрываемые биржами и организаторами торговли. Такая конкуренция носит справедливый характер и возникает в том случае, если новые биржи или организаторы торговли видят «нишу», то есть неоптимальность работы

существующих организаторов торговли или новые финансовые продукты, которые они могут предложить.

Конкуренция между биржами и организаторами торговли обеспечивает оптимальные условия, в том числе тарифы для работы на них посредников. Такие условия в значительной степени снижают экономический смысл интернализации и кросс-агентирования. Концентрация ликвидности не должна на наш взгляд предполагать запрет на интернализацию и кросс-агентирование, однако может, при наличии биржевых торгов финансовыми инструментами, ограничивать их по объемам (см. также ответ на вопрос 7).

5. Каким образом следует изменить подходы к тарификации и развитию общерыночных сервисов инфраструктурных организаций в целях усиления представительства различных групп заинтересованных лиц?

В ходе консультаций по вопросам «прямого доступа» и интернализации, участники рынка неоднократно заявляли, что усилия по развитию интернализации и кросс-агентирования, были вызваны увеличением (или недостаточно сбалансированной моделью) тарифов Московской биржи и мы согласны с тем, что механизм определения тарифов требует своего совершенствования.

Мы считаем, что статус биржевого совета³ должен быть предоставлен Совету биржи Московской биржи. Этот статус в настоящее время разделен между большим количеством советов различных секций финансового рынка (в том числе, 5 комитетов, имеющих отношение к рынкам с участием брокеров), что снижает влияние каждого из них. Биржевой совет не должен иметь права вето для биржи, однако его мнение должно учитываться при принятии решений Советом директоров биржи, в том числе, возможно, представляться на совете директоров биржи представителем Биржевого совета.

Соответствующие предложения НАУФОР намерена представить Московской бирже для дальнейшего обсуждения.

³ В соответствии с Федеральным законом от 21.11.2011 № 325-ФЗ «Об организованных торгах» биржевой совет, состоящий не менее, чем на 75 % из представителей участников торгов, рассматривает и принимает рекомендации органам управления биржи по вопросам изменения стоимости услуг по проведению организованных торгов, изменения правил организованных торгов, замены клиринговой организации и центрального контрагента.

6. Введение каких дополнительных ограничений на прямое или косвенное осуществление инфраструктурными организациями брокерской деятельности, не связанной с привлечением ликвидности с зарубежных рынков, вы считаете целесообразным в целях обеспечения специализации функций брокеров и инфраструктурных организаций?

Мы не видим пользы в создании биржевого брокера, то есть брокера, аффилированного с биржей, если только его функции не будут строго ограничены технической ролью объединения ликвидности биржи с другими организаторами торговли. Мы считаем, что создание брокера, аффилированного с биржей, который будет наравне с другими привлекать клиентов и принимать участие в торгах на бирже, может восприниматься другими участниками как способ обхода биржей запрета на «прямой доступ», нарушая к ней доверие и вызывая последствия, о которых говорилось выше.

7. Введение каких дополнительных требований к интернализации и кросс-агентированию в целях сохранения концентрации ликвидности, по вашему мнению, будет обоснованным?

В настоящее время действуют следующие правила исполнения торговых поручений, защищающие интересы клиентов при совершении сделки при интернализации и кросс-агентировании:

- 1) требование об исполнении поручения на наиболее выгодных для клиента условиях⁴;
- 2) запрет на интернализацию поручений, в которых не указана цена⁵;
- 3) требование о предоставлении клиенту до принятия его поручения информации, необходимой для принятия инвестиционного решения⁶;
- 4) требование о совершении зеркальной сделки на бирже при исполнении поручения клиента путем совершения с ним сделки с собственного баланса, и закрытый перечень условий, при которых указанные сделки совершать не требуется (нормативный акт Банка

⁴ п. 2 ст. 3 ФЗ «О рынке ценных бумаг»

⁵ п. 2.2 ст. 3 ФЗ «О рынке ценных бумаг»

⁶ п.п. 2.4 – 2.5 ст. 3 ФЗ «О рынке ценных бумаг»

России⁷ относит к таким обстоятельствам, в частности большой объем сделки – более 5% от дневного биржевого оборота, покупка по цене не выше и продаже по цене не ниже максимальной/минимальной рыночной цены за предшествующие 15 мин. торгов).

Данные требования в целом создают регулятивные условия интернализации и кросс-агентирования. Они обеспечивают соблюдение интересов инвесторов, которые получают возможность совершения сделок по наилучшей возможной цене, дают возможность проведения операций с крупными пакетами ценных бумаг на внебиржевых торгах, не нарушая рыночного ценообразования большими торговыми заявками, воспроизводят «интернализированную» ликвидность на бирже, и в целом поддерживают здоровый баланс между биржевым и внебиржевым сегментами российского фондового рынка.

Настаивая на сохранении возможности интернализации и кросс-агентирования, мы допускаем дополнительное регулирование и ограничения в отношении интернализации и кросс-агентирования, в том случае, если они осуществляются финансовыми организациями в больших объемах, с тем, чтобы сохранить важность биржевой ликвидности для справедливого ценообразования и доступа к ней максимального количества участников.

8. Как вы оцениваете спрос на возможность ведения торгов в выходные дни?

Вопрос о биржевой торговле в выходные дни носит самостоятельный характер и непосредственно не связан с темой Доклада. В настоящее время возможность совершения операций с финансовыми инструментами в выходные дни предоставляется отдельными брокерами, компенсирующими тем самым отсутствие в эти дни биржевой ликвидности, для тех клиентов, для которых это является важным.

При оценке целесообразности биржевой торговли в выходные дни должна быть оценена целесообразность такой торговли с точки зрения ликвидности и ценообразования в такие дни, уменьшение возможностей для технических работ для которых используются

⁷ Указание Банка России от 07.12.2020 № 5652-У «О случаях, когда поручение клиента, указанное в пункте 2.3 статьи 3 Федерального закона от 22 апреля 1996 года N 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», исполняется путем совершения брокером сделки с третьим лицом не на организованных торгах, случаях исполнения брокером обязательств перед клиентом, когда брокер вправе зачислять собственные денежные средства на специальный брокерский счет, а также требованиях к осуществлению брокерской деятельности при совершении операций с денежными средствами клиентов»

выходные дни, способности всех брокеров принимать участие в торгах, в том числе с учетом связанных с этим издержек, возможность осуществлять в эти дни контроль со стороны регулятора, а также другие факторы.

9. Должны ли клиенты брокеров иметь право отказаться от исполнения поручений путем интернализации? Необходимо ли осуществлять дополнительное информирование клиентов о рисках и условиях интернализации?

При соблюдении установленных требований (см. п.7) дополнительные риски, связанные с совершением сделки путем интернализации, по нашему мнению, отсутствуют, а специальное информирование клиента о совершении сделки путем интернализации не требуется.