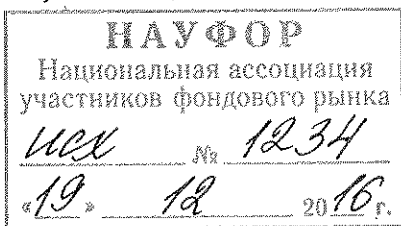


Первому заместителю  
Председателя Банка России  
С.А. Швецову



Уважаемый Сергей Анатольевич!

Национальная ассоциация участников фондового рынка направляет комментарии к Докладу Банка России для общественных консультаций «Совершенствование регулирования брокерской деятельности» (далее - Доклад). НАУФОР считает весьма своевременным начало дискуссии об эволюции моделей оказания посреднических услуг на фондовом рынке и предлагает свое видение регулятивных решений, которые поддержат инновационность и доступность финансовых услуг.

Развитие технологий позволяет посредникам использовать новые, более дешевые и массовые каналы доставки продуктов и услуг. Автоматизация и роботизация процессов позволяет заметно расширить аудиторию для профессиональных участников рынка ценных бумаг за счет инвесторов, которые ранее не представляли интереса для индустрии в силу низкого инвестиционного потенциала и, как следствие, низкой рентабельности их обслуживания.

Таким образом, потенциальная аудитория профессиональных участников рынка ценных бумаг растет, прежде всего, за счет инвесторов, (1) не обладающих специальными профессиональными знаниями о рынке ценных бумаг, и (2) не располагающими средствами, достаточными для индивидуального консультационного обслуживания. Такие инвесторы предпочитают «коробочные» продукты и стратегии, которые просты для понимания и не отпугивают чрезмерной сложностью самого инвестиционного процесса. Эта же причина объясняет относительный рост интереса инвесторов к автоследованию и социальному трейдингу. Вообще, в последнее время популярность набирают продукты, позволяющие инвестору сделать выбор между несколькими простыми продуктами, например, адресованными консервативному, или, наоборот, агрессивному инвестору, а совершение операций доверить профессионалу.

Указанные тенденции приводят к эволюции моделей посредничества на фондовом рынке. Брокеры теперь предлагают не только доступ к торгам и консультации в отношении отдельных инструментов, но и упакованные стратегии, возможность копирования операций иных лиц, структурные продукты. Вместе с тем, доверительные управляющие благодаря развитию технологий получают возможность создавать массовые

инвестиционные продукты, а также предоставлять клиенту больше контроля за инвестиционным процессом, предлагать клиенту принимать ряд решений, например, о смене стратегии, перебалансировки портфеля, даже о приобретении отдельных инструментов в соответствии с предпочтениями клиента.

Из вышесказанного можно сделать вывод о том, что брокеры постепенно становятся все более активными в качестве управляющих, а управляющие в качестве брокеров. НАУФОР весьма позитивно оценивает эту тенденцию к конвергенции услуг, появление новых продуктов и развитие конкуренции. Ассоциация также является одним из основных центров экспертизы в области финтеха и оказывает членам поддержку в реализации их инициатив в области инноваций на рынке финансовых услуг.

### *1. Регулирование деятельности финансовых посредников и правоприменение.*

1.1. Эволюция моделей оказания услуг профессиональными участниками ставит вызовы перед государственным регулятором и саморегулируемой организацией. НАУФОР разделяет подход, предлагаемый докладом о том, что правила оказания схожих услуг должны быть нейтральными с точки зрения типа финансового посредника, который эти услуги оказывает. Так, в случае если брокер предлагает клиенту продукты и услуги, юридически являющиеся брокерскими, но по своей сути - услугой доверительного управления, то на такие услуги должно распространяться регулирование, применяемое к доверительному управлению. Наоборот, если управляющий оказывает услуги, являющиеся по сути брокерскими, они должны подчиняться правилам осуществления брокерской деятельности.

Регулятивный вызов заключается в определении сути услуги для того, что бы применить к ней наиболее подходящий регулятивный режим. При этом, следует признать, что регулятивный режим для разных услуг – брокерских и по управлению будет разным, а значит и требования к компаниям, оказывающим такие услуги будут разными, а это в свою очередь, означает, что разделение этих видов деятельности как лицензируемых разными лицензиями должно сохраниться.

Одним из подходов, позволяющих лучше разграничить услуги и применить адекватный регулятивный режим, может быть следующий. В случае если клиент обращается к посреднику не за конкретным инструментом, а в выборе инструмента полагается на посредника, то посредник обязан определить полный инвестиционный профиль клиента (тест *suitability*), который состоит из информации об опыте инвестирования и знаниях в области финансов, инвестиционных целях клиента (горизонт и ожидания доходности) и толерантности к риску (готовность нести убытки). В случае

если клиент обращается к посреднику с конкретным поручением (execution only) в отношении конкретного финансового инструмента (за исключением простых, предусмотренных нормативным актом), то посредник выясняет информацию, позволяющую определить усеченный инвестиционный профиль, а именно информацию об опыте инвестирования и знаниях в области финансов (test appropriateness). В первом случае полный инвестиционный профиль позволяет посреднику подобрать для клиента продукт или сформировать портфель самостоятельно. Во втором случае посредник должен лишь убедиться в понимании клиентом комплексного инструмента.

Мы считаем, что после вступления в силу законодательства об инвестиционном консультировании, в случае, когда брокер оказывает консультационные услуги и подбирает клиенту инструменты в зависимости от его нужд, брокер действует в качестве инвестсоветника и должен подчиниться соответствующему регулированию. Вместе с тем, мы считаем, что грань между исполнением поручений и различными формами консультирования или принятия решений за клиента весьма тонка, что усложняет регулятивную задачу. Скорее всего, наиболее успешным решением будет реализация гибкого подхода, требующего разную степень глубины анализа инвестиционного профиля клиента в зависимости от степени персонализации инструмента. То есть, чем менее персонализированным является инструмент, тем меньшее бремя анализа инвестиционного профиля должно быть возложено на посредника. Например, услуга, названная в Докладе «портфель ценных бумаг», является значительно менее персонализированной по сравнению с индивидуальной стратегией доверительного управления и, следовательно, требует более низкой гранулярности информационного профиля.

Кроме того, необходимо явно исключить из действия требований о профилировании направление различного рода аналитических материалов, в том числе содержащих инвестиционные идеи (общие рекомендации типа покупать/продавать/держат), а также обсуждение с клиентом свойств и прогноза относительно того или иного инструмента. Тем не менее, тонкая настройка этих правил возможна лишь на уровне стандартов саморегулируемой организации. Таким образом, мы считаем предпочтительным введение общей обязанности по определению инвестиционного профиля на уровне закона, а введение детального регулирования оставить за СРО, как и контроль силами компетентного дисциплинарного комитета.

В теме регулирования сервисов типа «автоследование», на первый план выходит вопрос о том, кем санкционирована та или иная стратегия, к которой «подключается» инвестор. Если стратегия формируется профучастником, то к ней должны применяться требования об определении инвестиционного профиля в объеме, достаточном для

рекомендации той или иной стратегии для «подключения». Сложнее подобрать регулятивное решение для случаев, когда клиент «подключается» к стратегии, автором которой является третья сторона. Поскольку такие отношения не являются регулируемой деятельностью на рынке ценных бумаг, скорее всего, посреднику требуется изучение инвестиционного профиля в усеченном объеме для определения понимания клиента сути операций, осознания рисков и отсутствие ответственности третьей стороны в случае, если репликация сигналов приведет к негативным последствиям для клиента. Мы, однако, ожидаем, что по мере роста популярности робоэдвайзинга как регулируемой услуги, автоследование будет постепенно вытесняться как услуга.

1.2. Правила должны быть нейтральны не только к субъектам, но и к объектам финансовых услуг. Весьма важным является установление единых правил раскрытия информации для всех схожих типов розничных инструментов, прежде всего «упакованных»: паи ПИФ, стандартные стратегии доверительного управления, структурные ноты, договоры ИСЖ/НСЖ. Наиболее предпочтительным является введение на уровне стандартов профильных СРО единых правил и шаблонов составления «паспортов финансового продукта», что облегчит инвестором сравнение и выбор между схожими инструментами инвестирования.

1.3. В контексте конвергенции бизнес-моделей посредников на фондовом рынке целесообразно обсудить вопрос о необходимости наделения брокера и управляющего правом осуществлять учет ценных бумаг без наличия специальной лицензии. Депозитарная деятельность абсолютно естественно сопутствует предоставлению брокерской услуги и на развитых рынках не выделяется в отдельно лицензируемый и регулируемый вид деятельности на финансовом рынке. В этой связи мы предлагаем обсудить возможность сохранения отдельной депозитарной лицензии лишь для кастодиальных и расчетных институтов, предоставив возможность иным профучастникам осуществлять учет ценных бумаг без специальной лицензии при условии адекватной масштабу и специфике деятельности системы управления операционным риском.

1.4. НАУФОР поддерживает предложение доклада о введении регулирования интернализации в дополнение к уже реализованным моделям агентирования и кросс-агентирования. При этом считаем необходимым отметить, что для введения интернализации потребуются специальные решения в части порядка применения к данным сделкам принципа исполнения поручений на лучших условиях, введение гарантий (правил) контроля конфликта интересов брокера и клиента, коррекции порядка учета ценных бумаг клиентов, порядка сегрегации счетов клиентов, иных технических вопросов.

Ответы на вопросы Раздела I:

*1. На ваш взгляд, существуют ли риски в трансформации традиционных бизнес-моделей финансового посредничества в гибридные?*

На наш взгляд, риски отсутствуют.

*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.*

Удовлетворение потребностей растущей клиентской базы и расширение продуктовой линейки.

*3. На ваш взгляд, каковы перспективы посреднического бизнеса на рынке финансовых услуг*

*и в какую модель он должен трансформироваться в ближайшие 10 лет?*

По нашему мнению, усилится конкуренция между профучастниками и кредитными организациями. Профучастники будут предоставлять сервисы, традиционно считающиеся банковскими, например, платежи, эмиссия платежных карт, а банки, в свою очередь, будут расширять инвестиционные сервисы. Вероятно, и профучастники, и банки смогут одинаково успешно удовлетворять повседневные финансовые потребности клиентов, и конкуренция между видами финансовых институтов превратится в конкуренцию интерфейсов.

## *2. Конфликт интересов.*

НАУФОР в целом согласна с выводами Доклада относительно необходимости усиления контроля за конфликтом интересов и необходимости настройки этого

регулирования в случае смешения видов деятельности и услуг. По нашему мнению, регулятивное воздействие и эффективное правоприменение способно обеспечить защиту интересов клиента при конфликте интересов, который испытывают посредники.

Мы согласны с необходимостью введения прямого запрета на front running, churning, cherry picking и другие практики, очевидно нарушающие указанный принцип. Китайские стены также могут устанавливаться внутренними процедурами профучастника с учетом масштаба деятельности.

Следует отметить, что в апреле 2017 года для всех членов НАУФОР становятся обязательными внутренние стандарты предотвращения конфликта интересов. Данный подход – определение основных требований по регулированию конфликта интересов законом и нормативными актами Банка России и детальное регулирование конфликта интересов стандартами СРО мы считаем адекватным данной задаче. Соответственно разделению регулирования должен быть разделен и контроль за его исполнением, при этом контроль за соблюдением правил СРО должен быть возложен на сами СРО, их дисциплинарные комитеты, которые могут обеспечить компетентный анализ ситуации на предмет нарушения принципов предотвращения конфликта интересов.

В целом, в результате внедрения стандартов НАУФОР мы ожидаем повышение культуры регулирования конфликта интересов, развития систем контроля за действиями продавцов, а также изменение правил определения размера вознаграждений (иного стимулирования) работников профучастника, которые не должны создавать предпосылки для возникновения конфликта интересов работника и клиентов.

#### Ответы на вопросы Раздела II:

*1. Считаете ли вы, что регуляторное воздействие способно остановить практику осуществления деятельности под влиянием конфликта интересов? Если нет, то что нужно сделать помимо этого?*

Конфликт интересов присутствует практически в любой деятельности по оказанию услуг. Полностью исключить риски реализации конфликта интересов при оказании финансовых услуг, разумеется, не возможно. Однако комбинация регулирования, корпоративная культура и внутрикорпоративные процедуры по предотвращению, идентификации конфликта интересов и компенсации в случае необходимости могут вполне успешно минимизировать негативный эффект реализации конфликта интересов.

*2. Насколько регулирование конфликта интересов увеличит нагрузку на внутренний контроль профессиональных участников?*

НАУФОР проведет оценку регулирующего воздействия внутренних стандартов по предотвращению конфликта интересов вскоре после их вступления в силу для всех членов НАУФОР.

*3. Какие меры, на ваш взгляд, позволят предотвратить или урегулировать конфликт интересов наиболее эффективным образом?*

По нашему мнению, наибольшие результаты даст развитие корпоративной культуры предотвращения конфликта интересов, внутрикорпоративный контроль и ответственность сотрудников.

### *3. Альтернативные рынки.*

Мы приветствуем возможность профучастников расширять спектр предоставляемых услуг за счет альтернативных рынков, в частности, организованного валютного. Мы согласны с тем, что полномочия Банка России должны быть расширены правом устанавливать маржинальные требования к валютным позициям, открываемым на торгах организаторов торговли за счет клиентов участников торгов.

Кроме того, мы поддерживаем необходимость реализации предложений, содержащихся в Методических рекомендациях Банка России от 24.05.2016 №18-МР по определению предельных размеров позиций клиентов – участников организованных торгов иностранной валютой при совершении некоторых видов сделок, то есть с распространением на валютный рынок подходов к расчету обеспечения, содержащихся в Указании Банка России от 18.04.2014 № 3234-У.

В условиях волатильности национальной валюты и относительной рискованности инструментов, выпущенных российскими эмитентами, важной задачей является предоставление российским инвесторам эффективных возможностей хеджирования указанных рисков. С учетом интереса российских инвесторов к иностранным ценным бумагам мы рассчитываем, что Банк России продолжит поддерживать возможность доступа к иностранным ценным бумагам через российскую, а не оффшорную инфраструктуру. Более того, мы считаем, что запрет на приобретение неквалифицированными инвесторами иностранных инструментов, кроме тех которые

допущены к обращению на организованном рынке следует устранить. На практике спрос неквалифицированных инвесторов на иностранные финансовые инструменты удовлетворяется обращением к иностранным финансовым организациям. При этом спрос на услуги российских финансовых организаций по приобретению российских инструментов с запретом на иностранные не растет, а скорее падает, поскольку обращаясь к иностранным организациям, российские инвесторы получают доступ и к российским.

Кроме того, на российском рынке наблюдается дефицит полноценных инвестиционных инструментов, номинированных в валюте. По нашему мнению, это связано, во-первых, с порядком налогообложения доходов от операций с активами, номинированными в валюте, которые возникают исключительно из-за изменения курса валют (это касается и инструментов госдолга, номинированных в иностранной валюте, например, еврооблигаций Минфина России), а во-вторых, из-за невозможности российской индустрии коллективных инвестиций предлагать эффективные инструменты, номинированные в валюте, в силу запрета на прием валюты в паи.

В этой связи, мы рассчитываем на поддержку Банком России усилий, направленных на внесение изменений в налоговое законодательство, исключающих налогообложение доходов от операций с иностранными финансовыми инструментами, которые возникают исключительно из-за изменения курса рубля и не связаны с ростом стоимости соответствующих финансовых инструментов. Также, представляется целесообразным включить еврооблигации Минфина и российских эмитентов, а также локальные облигации, номинированные в валюте, в действие разрабатываемой в настоящее время льготы по освобождению от налогообложения купонного дохода.

По нашему мнению, реализация указанных предложений позволит удовлетворить спрос инвесторов на внешние ценные бумаги и ценные бумаги, номинированные в валюте, за счет инфраструктуры внутреннего рынка и расширит инструментарий российского рынка. В то же время, эмитенты, в том числе Минфин России, получают возможность эффективно привлекать валютную ликвидность за счет внутреннего спроса.

### Ответы на вопросы Раздела III:

*1. Как вы оцениваете появление посредников, не являющихся кредитными организациями, на организованном валютном рынке? Почему?*



Положительно, поскольку это позволяет брокерам расширять набор сервисов для своих клиентов.

*2. Должна ли, на ваш взгляд, посредническая деятельность на валютном рынке являться брокерской деятельностью и регулироваться единообразно? Почему?*

Деятельность брокера должны подчиняться общим стандартам оказания брокерами услуг клиентам, независимо от типа рынка. Регулирование посреднической деятельности на валютном рынке должно учитывать особенности оказания брокерами услуг на валютном рынке клиентам, разграничения брокерских услуг и услуг, оказываемых организациями, имеющими банковскую лицензию для минимизации лицензионных рисков. Поддерживаем введение ограничений или регулирования вопросов установления маржинальных требований к валютным позициям, аналогичных подходам регулятора к брокерским услугам.

*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?*

По нашему мнению, не были учтены действующие положения (ограничения) законодательства о валютном контроле в части расчетов брокера и клиента, использования валюты брокером и клиентом; необходимость выполнения брокером функций налогового агента в отношении доходов клиент от сделок на валютном рынке; вопросы учета средств клиентов на едином специальном брокерском счете брокера; необходимость и порядок осуществления внутреннего учета валютных сделок.

#### *4. Защита имущества клиента.*

На наш взгляд, тема защиты имущества клиента, затронутая в Докладе, является крайне важной. Наиболее чувствительной проблемой, с нашей точки зрения, является то, что при банкротстве банка, в котором открыт специальный брокерский счет, все средства клиентов попадают в конкурсную массу банкротящейся кредитной организации, и, в этой связи, требуются изменения законодательства о банкротстве, для исправления ситуации. Кроме того, одним из изъянов законодательства в данной области является неравенство инвесторов, являющихся клиентами брокеров с банковской лицензией и брокеров-небанков при банкротстве банка. Сейчас инвесторы, являющиеся клиентами брокера с

банковской лицензией, при банкротстве последнего становятся кредиторами первой очереди. При этом брокер, не являющийся банком, но имеющий специальный брокерский счет в этом же банке, на котором хранятся клиентские деньги, при банкротстве банка становится кредитором третьей очереди. Таким образом, мы поддерживаем предложение Доклада об установлении максимально четких законодательных механизмов 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 ПФИ.

Одним из наиболее эффективных механизмов защиты клиента, с нашей точки зрения является компенсационный фонд для инвесторов на случай банкротства профучастника. Системы страхования инвестиций функционируют на всех развитых зарубежных рынках в дополнение к системам страхования депозитов, однако отсутствует в России. Следует отметить, что при участии НАУФОР подготовлен и в настоящее время готовится к внесению в Госдуму проект федерального закона «О страховании инвестиций физических лиц на рынке ценных бумаг в Российской Федерации». Законопроектом предусмотрено создание системы страхования инвестиций, участие в которой является обязательным для всех брокеров, управляющих и депозитариев (за исключением центрального депозитария), оказывающих услуги физическим лицам.

Законопроектом определяется следующий объект страхования: денежные средства и ценные бумаги, принадлежащие гражданам, размещенные на брокерском счете, счете доверительного управляющего, в системе депозитарного учета. При этом ценные бумаги включают в себя только допущенные к организованным торгам в РФ ценные бумаги и производные финансовые инструменты, за исключением предназначенных для квалифицированных инвесторов.

Страховой случаем является аннулирование лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг (брокера, управляющего, депозитария), отзыв (аннулирование) у страхователя, являющегося кредитной организацией, лицензии Банка России на осуществление банковских операций, а также введение Банком России в соответствии с законодательством Российской Федерации моратория на удовлетворение требований кредиторов страхователя, являющегося кредитной организацией. Инвестиционные риски и снижение стоимости инвестиций страховыми случаями не являются.

Источниками финансирования фонда страхования инвестиций являются взносы профессиональных участников рынка ценных бумаг – участников системы страхования. Бюджетное финансирование не предполагается. Законопроектом предлагается установить

предельную сумму выплаты на уровне 1 400 тыс. руб. по аналогии с выплатами из фонда страхования вкладов.

В качестве оператора фонда законопроектом определяется Государственная корпорация «Агентство по страхованию вкладов» (далее – АСВ). Фонд системы страхования инвестиций отделен от фонда системы страхования вкладов, перекрестное финансирование между фондами не допускается. Также, решения, связанные с деятельностью системы страхования инвестиций принимаются Советом по управлению фондом страхования инвестиций, созданным АСВ, автономно от системы страхования вкладов. Законопроектом предусмотрен широкий инструментарий полномочий АСВ и Банка России, соответствующий существующим в настоящее время полномочиям АСВ и Банка России в области системы страхования вкладов.

НАУФОР также поддерживает идею перехода к пруденциальному регулированию капитала профучастников, и неоднократно предлагала введение таких требований, основанных на круге операций и масштабе деятельности. Мы, однако, не можем согласиться с подходом, предложенным Докладом, в соответствии с которым сначала должны быть реализованы реформы, связанные с пруденциальным регулированием достаточности капитала, а лишь потом может быть принято решение о создании компенсационного фонда. Мы считаем данные задачи связанными лишь косвенно, и реализация одной не зависит от реализации другой.

По нашему мнению, при определении пруденциальных нормативов следует учитывать специфику деятельности небанковских финансовых организаций и, хотя эти требования и должны соотноситься с требованиями к банкам, однако, в целом за профучастниками должно быть признано право брать на себя больший риск, чем банки. Мы считаем, что при разработке пруденциальных требований могут быть использованы подходы, принятые Европейским союзом, с учетом специфики и уровня развития российского финансового рынка. Так, Директива ЕС о требованиях к капиталу (CRD IV), которой вводятся требования, отражающие Базель III, не распространяется на большинство «инвестиционных фирм», а для тех, на которые распространяется, устанавливает особые требования, отражающие специфику инвестиционной деятельности (например, не требует расчета LCR). К компаниям, на которые CRD IV не распространяется, будет применяться менее строгие правила директивы, действующей до настоящего времени CRD III.

Кроме того, пруденциальное регулирование должно предусматривать стандартный подход, однако допускать возможность использования подхода, основанного на индивидуальных рейтингах. Использование IRB-подхода при расчете достаточности

капитала финансовой организации позволяет гибко и оперативно выстраивать систему выявления и расчета рисков с учетом специфики бизнеса конкретной финансовой организации. Очевидно, что использование IRB-подхода предполагает его оценку и санкционирование ЦБ или саморегулируемой организацией и обычно возможно для наиболее крупных финансовых институтов.

Следует освободить небольшие организации и организации, осуществляющие операции, сопряженные с незначительным риском, от пруденциальных требований. Многие операции (субброкерские и брокерские, не связанные с хранением активов клиентов, использованием их средств и предоставления им плеча, а также доверительное управление), осуществляемые небанковскими организациями, не несут в себе серьезного кредитного риска, а рыночный риск несут сами клиенты. Для защиты интересов клиентов в подобных случаях применяются другие приемы, такие, например, как сегрегация и диверсификация активов. Освобождение от пруденциальных требований позволит снизить издержки, связанные с ведением такого бизнеса, которые не оправдываются положительным эффектом. Это соответствует и международному подходу. Так, ни CRD III, ни CRD IV не распространяются на компании, осуществляющие брокерскую, дилерскую деятельность и деятельность портфельного управляющего либо инвестиционного советника, которые не осуществляют хранение активов.

Мы считаем предпочтительной реализацию именно пруденциального регулирования капитала, и нам представляется не вполне целесообразным использование предлагаемых в Докладе временных решений, например, ограничение права брокера использовать средства клиентов в пропорции от собственных средств и т.д. По нашему мнению, внедрение временных решений потребует достаточно заметных расходов для профучастников по доработке внутренних систем.

#### Ответы на вопросы Раздела IV:

*1. Следует ли рассмотреть в рамках данного доклада иные направления и способы имущественной защиты клиентов брокера? Какие?*

По нашему мнению, все ключевые вопросы защиты имущества клиента при банкротстве профучастника в Докладе освещены.

*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?*

По нашей оценке, ключевым фактором отказа физических лиц от участия в инвестиционном процессе является отсутствие компенсационного механизма на случай банкротства профучастника.

*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?*

По нашему мнению, в результате реализации предложений доклада число розничных инвесторов на российском фондовом рынке радикально увеличится. Это позволит усилить роль фондового рынка в перераспределении ресурсов в экономике и усилит внутренний инвестиционный потенциал.

#### *5. Маржинальные требования.*

Прежде всего, хотелось бы отметить, что действующее регулирование совершения маржинальных и необеспеченных сделок и применение текущих маржинальных требований НАУФОР считает вполне успешным и нам не представляется необходимым внесение каких-либо радикальных изменений в действующую модель.

Вместе с тем, модель маржирования на портфельной основе является на наш взгляд более эффективной, и мы поддерживаем предложение доклада о возможности неттирования риска по спот-инструментам с рисками по фьючерсным контрактам. По нашему мнению, требуется дополнительное обсуждение необходимости установления дополнительного маржинального правила 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.

Кроме того, как говорилось ранее, мы поддерживаем повышение прозрачности внебиржевых, в частности, структурных продуктов, и НАУФОР в ходе обсуждения Доклада Банка России для общественных консультаций, посвященному категоризации инвесторов, выразила готовность разработать стандарты информирования клиента о сути и рисках отдельных продуктов, при продаже которых требуется определение инвестиционного профиля, например, структурных нот, не допущенных к организованным торгам, а также разрабатывать «паспорта» таких финансовых продуктов,

позволяющих инвестору принять взвешенное решение при выборе того или иного инвестиционного продукта.

Ответы на вопросы Раздела V:

*1. Каковы проблемы с применением текущих маржинальных требований? Требуется ли что-то улучшить?*

Мы считаем, что действующее регулирование совершения маржинальных и необеспеченных сделок и применение текущих маржинальных требований является весьма удачным. Возможность маржирования на портфельной основе спот-инструментов и фьючерсов повысило бы эффективность действующего регулирования.

*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?*

Необходимость неочевидна. Требуется дополнительное обсуждение.

*3. Какие, на ваш взгляд, внебиржевые производные финансовые инструменты являются безопасными для граждан и требуют пересмотра позиции, изложенной в настоящем докладе?*

По нашему мнению, из внебиржевых инструментов, содержащих дериватив, только структурные ноты с полной защитой капитала, являются достаточно безопасными и понятными для неквалифицированных инвесторов.

НАУФОР выражает признательность Банку России за возможность представить свои комментарии к Докладу и готова участвовать в дальнейшем консультационном процессе.

С уважением,  
Президент

  
А.В. Тимофеев