



Банк России

Центральный банк Российской Федерации



2017

Доклад  
для общественных  
консультаций

СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ  
РЕГУЛИРОВАНИЯ ДИЛЕРСКОЙ  
ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

МОСКВА

Комментарии, включая ответы на поставленные в докладе вопросы, а также предложения и замечания просим направлять до 17 ноября 2017 г. включительно по электронному адресу *shevchenkoav@cbr.ru*.

# Содержание

<b>ВВЕДЕНИЕ .....</b>	<b>3</b>
<b>1. ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ЗА СВОЙ СЧЕТ НА РАЗЛИЧНЫХ СЕКМЕНТАХ ФИНАНСОВОГО РЫНКА .....</b>	<b>5</b>
Рынок ценных бумаг .....	5
Валютный рынок.....	7
Товарный рынок .....	8
Срочный рынок.....	9
Выводы.....	11
<b>2. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ РЕГУЛИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ЗА СВОЙ СЧЕТ В РОССИЙСКОМ ПРАВЕ И ПРАВЕ ЕВРОПЕЙСКОГО СОЮЗА .....</b>	<b>12</b>
Участие в организованных торгах .....	14
Маркет-мейкеры.....	15
<b>3. ПРЕДЛАГАЕМАЯ МОДЕЛЬ РЕГУЛИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ (ОПРЕДЕЛЕНИЕ ДИЛЕРСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ) .....</b>	<b>18</b>
Предпосылки изменения модели регулирования дилерской деятельности.....	18
Критерии дилерской деятельности.....	18
<b>ВОПРОСЫ ДЛЯ ОБСУЖДЕНИЯ.....</b>	<b>21</b>



## ВВЕДЕНИЕ

Регулирование профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, как следует из названия данной деятельности, имеет тесную связь с регулированием обращения ценных бумаг. Так сложилось исторически во времена становления и развития российской рыночной экономики, когда появилась объективная необходимость в государственном регулировании отношений собственности. В то время российский рынок ценных бумаг представлял собой очень узкий экономический сегмент, который не был интегрирован в финансовый рынок в том виде, в котором это имеет место в настоящее время. Первоначальная модель российского фондового рынка была позаимствована от развитых стран, имеющих давнюю историю развития рыночных отношений. По указанной модели участники оборота ценных бумаг делились на профессиональных и обычных. Деятельность профессиональных участников оборота ценных бумаг регулировалась особым образом и подлежала лицензированию и государственному надзору. К профессиональным участникам рынка ценных бумаг в то время относились инфраструктурные организации (депозитарии, регистраторы, организаторы торговли, клиринговые организации), посредники (брокеры и управляющие), а также организации, профессионально действующие на рынке ценных бумаг за свой счет (дилеры). Все остальные участники оборота ценных бумаг (обычные) относились к инвесторам, права которых подлежали специальной защите.

Ввиду постепенной интеграции российского рынка ценных бумаг в российский финансовый рынок его законодательное регулирование претерпело существенные изменения. Так, из Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – Закон о рынке ценных бумаг) были исключены положения, касающиеся деятельности организаторов торговли и клиринговых организаций. Их деятель-

ность стала регулироваться самостоятельными законами, общими как для рынка ценных бумаг, так и для валютного, товарного и срочного рынков. С другой стороны, регулирование Закона о рынке ценных бумаг распространилось на отношения с производными финансовыми инструментами и отчасти на отношения с иностранной валютой. Появились новые субъекты регулирования, такие как форекс-дилеры и торговый репозитарий.

В связи с интеграцией рынка ценных бумаг в единый финансовый рынок, в который также вошли валютный, товарный и срочный рынки, наметилась объективная потребность в пересмотре действующей нормативной базы на предмет выявления пробелов в регулировании. Следует также оценить необходимость унификации или сближения регулирования тех видов деятельности, которые схожим образом осуществляются на указанных рынках на профессиональной основе. Особого внимания заслуживает деятельность, которая осуществляется на профессиональной основе за свой счет. В целом инвестиционная деятельность на финансовом рынке за свой счет характеризует любого инвестора, не важно, совершает ли он сделку с ценными бумагами, вкладывает ли свои сбережения в депозит или заключает договор, являющийся производным финансовым инструментом. Введение в законодательство дилерской деятельности<sup>1</sup> разделило инвесторов на профессиональных, то есть регулируемых и лицензируемых, и непрофессиональных. Вместе с тем в рамках единого финансового рынка регулирование инвестиционной деятель-

<sup>1</sup> Дилерскую деятельность следует относить к категории инвестиционной деятельности, поскольку ее предметом являются сделки с ценными бумагами, которые в большинстве случаев принято рассматривать как инвестиции. В связи с этим деятельность за свой счет на финансовом рынке, в целях отнесения ее к профессиональной, в настоящем докладе будет рассматриваться в контексте инвестиционной деятельности.

ности за свой счет не носит целостного характера.

Кроме того, в связи с развитием информационно-компьютерных технологий и связанной с ним эволюцией экономических практик на разных сегментах финансового рынка под вопрос поставлена актуальность самого определения дилерской деятельности как такового. В частности, широкое распространение предложения розничным инвесторам внебиржевых финансовых инструментов с финансовым рычагом, в особенности на трансграничной дистанционной основе, отмечается в Докладе IOSCO о розничных внебиржевых финансовых инструментах с финансовым рычагом<sup>2</sup> (далее – Доклад IOSCO).

При рассмотрении предложения розничным инвесторам внебиржевых финансовых инструментов с финансовым рычагом в данном докладе выделяются, в частности, следующие договоры или прямо признаваемые в определенной юрисдикции как производные финансовые инструменты (далее – ПФИ) либо по своей сути относящиеся к таковым:

– ролл-спотовые договоры (rolling spot contracts, RS) – договоры, в которых выплаты основаны на изменении валютных курсов и в которых предусмотрено автоматическое продление первоначального двухдневного срока истечения договора на один день, если договор не закрыт к моменту истечения;

– контракты на разницу (contracts for differences, CFDs) – договоры, в которых выплаты основаны на изменении любого базисного финансового актива и которые остаются открытыми до момента их прекращения одной из сторон.

Не затрагивая вопроса о правовой природе указанных договоров, следует отметить, что при их заключении не происходит поставки базисного актива, и экономический интерес сторон состоит в получении финансового результата, зависящего от цены базисного актива. В связи с этим далее указанные договоры, а также договоры, традиционно относимые к ПФИ, для целей настоящего доклада будут вместе именоваться инструментами с финансовым рычагом. В Докладе IOSCO проанализирована практика национальных юрисдикций, стремящихся урегулировать предложение вышеназванных инструментов розничным инвесторам. В Российской Федерации профессиональная деятельность по заключению за свой счет договоров, являющихся инструментами с финансовым рычагом, в настоящее время регулированием не охвачена (кроме регулирования форекс-дилеров). Учитывая нерегулируемый характер такой деятельности, заключение договоров, являющихся инструментами с финансовым рычагом, может на профессиональной основе предлагаться российскими и иностранными компаниями. В этой связи запрет на осуществление деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг на территории России, установленный для иностранных организаций, их представителей и филиалов на территории Российской Федерации (пункт 6<sup>1</sup> статьи 51 Закона о рынке ценных бумаг), не охватывает публичного предложения договоров, являющихся инструментами с финансовым рычагом.

Все эти вопросы обозначили актуальность темы настоящего доклада и необходимость их обсуждения с профессиональным сообществом.

<sup>2</sup> Report on the IOSCO Survey on Retail OTC Leveraged Products, FR14/2016, December 2016 (<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD550.pdf>).

# 1. ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ЗА СВОЙ СЧЕТ НА РАЗЛИЧНЫХ СЕГМЕНТАХ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

На российском финансовом рынке инвестиционная деятельность за свой счет признается профессиональной, если ее предметом является купля-продажа ценных бумаг на основе публичных твердых котировок. Согласно статье 4 Закона о рынке ценных бумаг, такая деятельность и называется дилерской деятельностью. Как видно из определения дилерской деятельности, ее область ограничена только рынком ценных бумаг, которая не включает в себя иные рынки, интегрированные в российский финансовый рынок. Рассмотрим инвестиционную деятельность за свой счет на различных сегментах финансового рынка.

## Рынок ценных бумаг

Российский рынок ценных бумаг традиционно служил целям перераспределения капитала, и в связи с этим его ключевых участников условно можно поделить на тех, кто привлекает капитал через выпуск ценных бумаг (эмитентов), и тех, кто инвестирует капитал в целях получения прибыли (инвесторов). Финансовых посредников и инфраструктуру рынка ценных бумаг принято рассматривать как институты, обслуживающие интересы ключевых участников рынка ценных бумаг. Рассматривая дилера в качестве одной из разновидностей инвесторов на российском рынке ценных бумаг, следует отметить, что его отличительная особенность заключается в исключительном праве делать публичное предложение купить или продать ценную бумагу по цене, объявленной в этом публичном предложении. Таким образом, дилер является полноправным участником публичного обращения ценных бумаг, действующим за свой счет. Данное исключительное право предоставляется дилеру лицензией профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности. Не имея такой лицензии, лицо может покупать или продавать ценные бумаги за свой счет только по

средством оферты, адресованной одному или нескольким конкретным лицам, либо посредством акцепта оферты, сделанной другим лицом. Учитывая, что обращение ценных бумаг на организованных торгах является наиболее распространенным способом их публичного обращения, к участию в таких торгах за свой счет допускаются только дилеры. Банк России и центральный контрагент также могут участвовать в организованных торгах ценными бумагами за свой счет, однако их деятельность, как правило, не носит инвестиционного характера.

Следует отметить, что инвестиционная деятельность дилера характеризуется только сделками купли-продажи ценных бумаг. Заключение иных сделок с ценными бумагами, таких как репо, заем, мена и так далее, не относится к дилерской деятельности. В то же время практика показывает, что инвестиционная деятельность на рынке ценных бумаг, как правило, опосредуется через сделки купли-продажи. Хотя сделки репо составляют внушительную часть оборота ценных бумаг, их инвестиционный характер усматривается только у стороны, получающей ставку репо, а не выплачивающей ее. К тому же публичное предложение совершить сделку репо, если рассматривать его в контексте дилерской деятельности, сопряжено с высоким кредитным риском и в связи с этим целесообразно только в том случае, если существует гарантия того, что сторона, принявшая такое предложение, исполнит взятые на себя обязательства по сделке. В настоящее время «организованный рынок репо» существует при условии, что обязательства по заключенным на нем сделкам подлежат клирингу с участием центрального контрагента. Поскольку совершение сделок репо не относится к дилерской деятельности, на организованных торгах такие сделки за свой счет может совершать любой из участников торгов. В этом случае дилерская лицензия уже не определяет роль дилера на организованных торгах как участника,

имеющего уникальное право совершать сделки репо за свой счет, а только дает ему привилегию на участие в таких торгах. В равной степени такую же привилегию имеют брокеры, управляющие, управляющие компании, центральный контрагент и Банк России, поскольку все они в соответствии со статьей 16 Федерального закона от 21.11.2011 № 325-ФЗ «Об организованных торгах» (далее – Закон об организованных торгах) могут быть допущены к участию в организованных торгах.

Еще одной привилегией дилера на рынке ценных бумаг является то, что он, являясь квалифицированным инвестором в силу закона, может без участия брокеров свободно приобретать ценные бумаги, предназначенные для квалифицированных инвесторов, или иностранные ценные бумаги, имеющие режим обращения ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов (ценные бумаги, ограниченные в обороте). Лица, не являющиеся квалифицированными инвесторами в силу закона, могут приобретать ценные бумаги, ограниченные в обороте, только через брокеров при условии, что последние их признают квалифицированными инвесторами. При этом для признания юридического лица квалифицированным инвестором требуется, чтобы его капитал составлял не менее 200 млн рублей, или сумма его активов составляла не менее 2 млрд рублей, или его годовая выручка составляла не менее 2 млрд рублей и так далее. Требования к дилеру ограничиваются тем, что размер его собственных средств должен составлять не менее 3 млн рублей, у него должны быть контролер или служба внутреннего контроля, квалифицированный специалист по внутреннему учету, квалифицированный специалист в области дилерской деятельности, органы управления, работники и учредители, соответствующие требованиям Закона о рынке ценных бумаг, отлаженная система управления рисками и так далее. Очевидно, что лицензионные требования к дилеру существенно ниже, чем требования к юридическому лицу для признания последнего квалифицированным инвестором. Отчасти это обосновывается тем, что дилер, являясь лицом, обладающим специальными знаниями и навыками, характеризующими его профессиональную компетентность в силу лицензион-

ных требований, способен, не имея больших финансовых ресурсов, принимать на себя риски, связанные с инвестированием в ценные бумаги, ограниченные в обороте. Получая лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности и подтверждая свое соответствие лицензионным требованиям в ходе надзорных процедур, дилер тем самым получает признание своей профессиональной компетентности со стороны лицензирующего органа.

Являясь специальным участником оборота ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов, дилер, тем не менее, не может в отношении таких ценных бумаг в полной мере осуществлять дилерскую деятельность. Согласно пункту 4 статьи 30<sup>2</sup> Закона о рынке ценных бумаг, такие ценные бумаги не могут предлагаться неограниченному кругу лиц, а это, по сути, является существом дилерской деятельности. С другой стороны, обращение ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов, на организованных торгах не является их публичным обращением, что позволяет дилеру осуществлять дилерскую деятельность в отношении таких ценных бумаг на организованных торгах.

Одной из важнейших экономических функций дилера является функция маркет-мейкера. На организованном рынке ценных бумаг только он в рамках выполнения указанной функции может выставлять котировки, действуя за свой счет, так как брокеры могут делать это только за счет клиента. Вместе с тем на организованном рынке репо, где торгуется процентная ставка, маркет-мейкером за свой счет может являться любой из участников торгов, поскольку, как это было сказано выше, совершение сделок репо не относится к дилерской деятельности. Как правило, деятельность маркет-мейкера осуществляется на организованных торгах на основании договора возмездного оказания услуг, заключенного с организатором торговли. Предметом указанного договора является поддержание цен, спроса, предложения или объема торгов ценными бумагами. В договоре маркет-мейкера с организатором торговли оговаривается период времени в течение торгового дня, в который маркет-мейкер обязуется поддерживать котировки ценных бумаг или объем

сделок, которые он обязуется совершить в течение торгового дня на основании указанных котировок. Также в договоре может быть оговорен максимальный спред двусторонних котировок, объявляемых маркет-мейкером на организованных торгах. Деятельность маркет-мейкера в отношении определенных ценных бумаг создает у инвестора уверенность в том, что он может в любое время купить или продать эти ценные бумаги как минимум по ценам спреда. Это стимулирует появление дополнительного спроса и предложения на рынке ценных бумаг. Однако осуществление функций маркет-мейкера возможно не только на основе договора с организатором торговли, как, впрочем, необязательно их осуществление на самих организованных торгах. Дилер может поддерживать цену, спрос, предложение или объем торгов ценными бумагами на основании договора с эмитентом этих ценных бумаг или вообще без договора. Рынок облигаций, который во всем мире преимущественно является внебиржевым, поддерживается крупнейшими дилерами, котировки которых публикуются как в их собственных информационных системах, так и в информационных системах Bloomberg, Thomson Reuters и других. Прибыль маркет-мейкера образуется за счет сделок по ценам спреда двусторонних котировок, что требует постоянного профессионального контроля над движением равновесной рыночной цены ценных бумаг и над изменением объема спроса и предложения.

## Валютный рынок

Современный валютный рынок играет ключевую роль в обеспечении расчетов в международной торговле, формировании валютных курсов, страховании валютных рисков и так далее. Как правило, основными поставщиками валютной ликвидности на национальном валютном рынке являются крупнейшие экспортеры, а потребительский спрос на валюту формируют компании-импортеры. Однако глобализация финансовых рынков и формирование мировой валютной системы стали причиной устойчивого роста числа игроков на валютных рынках, не имеющих отношения к внешней торговле. К таким игрокам относятся экономические субъекты, участвующие в трансграничном дви-

жении инвестиционного капитала и кредитных ресурсов. В условиях рыночного образования валютного курса иностранная валюта постепенно приобрела свойства самостоятельного объекта инвестирования, наряду с иными финансовыми активами. Причем на начальном этапе интеграции российского финансового рынка в мировой рынок движения капитала российские инвестиционные инструменты и валютные инструменты были комплементарны.

По общему правилу законодательство Российской Федерации о валютном регулировании и валютном контроле разрешает осуществлять куплю-продажу иностранной валюты только через уполномоченные банки<sup>3</sup>, то есть в валютных сделках банк должен быть стороной, а не только участником расчетов<sup>4</sup>. Таким образом, законодательство в правоотношениях с валютой уже определило профессионального субъекта, которым является уполномоченный банк.

С целью развития данного регулирования Законом об организованных торгах предусмотрено, что, если договоры купли-продажи иностранной валюты на организованных торгах заключаются с участием центрального контрагента, являющегося уполномоченным банком, к участию в таких организованных торгах могут быть допущены любые юридические лица, созданные в соответствии с законодательством Российской Федерации<sup>5</sup>.

Публичный характер обращения иностранной валюты на организованных торгах придает сделкам с иностранной валютой, заключаемым на организованных торгах, тот же публичный характер, что и на рынке ценных бумаг. Так, инвестор, реализуя цель инвестирования одной валюты в другую, вправе публично направить на организованных торгах предложение всем

<sup>3</sup> Статья 11 Федерального закона от 10.12.2003 № 173-ФЗ «О валютном регулировании и валютном контроле» (далее – Закон о валютном регулировании). Под уполномоченными банками, согласно статье 1 данного закона, понимаются кредитные организации, созданные в соответствии с законодательством Российской Федерации и имеющие право на основании лицензий Центрального банка Российской Федерации осуществлять банковские операции со средствами в иностранной валюте.

<sup>4</sup> Любая валютная операция должна проводиться при посредстве уполномоченного банка, если законом не установлено иное (см. требования статьи 14 Закона о валютном регулировании).

<sup>5</sup> Статья 16 Закона об организованных торгах.

участникам торгов заключить с ним договор купли-продажи иностранной валюты.

Очевидно, что публичное предложение заключить такой договор за свой счет имеет сходство с публичной твердой котировкой в определении дилерской деятельности на рынке ценных бумаг в том смысле, что оба они являются публичной офертой. Тем не менее законодательство не выделяет субъектов, которые могут заниматься профессиональной инвестиционной деятельностью за свой счет, объектом которой является иностранная валюта. Таким образом, при сходном наборе признаков регуляторные подходы к инвестиционной деятельности за свой счет на рынке ценных бумаг и на организованном валютном рынке различаются.

Вместе с тем, несмотря на то что состав участников валютного рынка несколько отличается от состава участников рынка ценных бумаг, на обоих рынках присутствует такой субъект как маркет-мейкер, действующий за свой счет. Его статус одинаковым образом определяется Законом об организованных торгах для указанных видов рынков, что не удивительно в силу универсальности деятельности маркет-мейкера. Однако на рынке ценных бумаг участниками торгов могут быть только лицензированные субъекты, и соответственно, функции маркет-мейкера на нем могут выполняться только ими. Напротив, в силу возможности участия в организованных торгах иностранной валютой, по итогам которых проводится клиринг с участием центрального контрагента, являющегося уполномоченным банком, любых юридических лиц, функции маркет-мейкера на них также могут выполняться любым юридическим лицом. В то же время на внебиржевом валютном рынке и на организованных торгах валютой без участия центрального контрагента, являющегося уполномоченным банком, функции маркет-мейкера могут выполнять только уполномоченные банки.

## Товарный рынок

Товар является предельно абстрактным понятием, обозначающим любой обладающий потребительской или меновой стоимостью объект

гражданского оборота, за исключением услуг, денег, ценных бумаг, имущественных и неимущественных прав и некоторых других сущностей. В силу того что товары обладают базовым свойством удовлетворять человеческие потребности, товарный рынок характеризуется самым широким субъектным составом. В нем принимают участие производители товаров, экономические субъекты, осуществляющие переработку одних товаров в другие, посредники и конечные потребители, то есть практически все юридические лица и все дееспособные граждане.

Исторически развитие этого рынка складывалось таким образом, что в силу потребностей гражданского оборота на нем возникли сначала элементарные, но со временем все более сложные и совершенные формы осуществления организованных торгов. Появились экономические практики, в силу которых сделки с рядом товаров стали совершаться более или менее стандартизированным образом на биржевых или иных торгах. Такими товарами изначально выступали зерно, хлопок, кофе, луковицы тюльпанов и иные обладающие стандартными потребительскими свойствами товары. Данное свойство взаимозаменяемости биржевых товаров является отличительным для них и сохраняется за ними и в настоящее время. Сейчас биржевыми товарами могут быть нефть, уголь, газ, зерно, металлы и другие товары, исчерпывающим образом характеризующиеся их родовыми признаками.

Указанные свойства биржевых товаров определяли и круг участников организованного товарного рынка, который первоначально ограничивался производителями биржевых товаров и их потребителями. Причем к последним относились, как правило, лица, которые также использовали этот товар в собственном производстве для переработки или создания конечного продукта. Выгоды производителей и потребителей биржевых товаров от участия в организованных торгах очевидны. Они состоят в расширении клиентской базы (потенциально все участники торгов и их клиенты), отсутствии затрат на маркетинг и продвижение товара, биржевых гарантиях оплаты и поставки, возмож-

ности совершать сделки по справедливой цене и так далее. Немалое значение также имеет возможность заключать сделки, исполнение по которым будет носить отложенный характер, и тем самым застраховаться от рисков изменения цены.

Однако логика экономического развития повлияла на субъектный состав организованных товарных рынков. По мере развития товарных рынков и углубления финансиализации мировой экономики сложилась ситуация, при которой цена на многие товары стала формироваться в первую очередь на рынках товарных деривативов. К традиционным факторам ценообразования, таким как спрос, предложение, наличие и объемы товарных запасов и другие, прибавились факторы, специфичные для финансовых рынков, в результате чего первые оказались в подчиненном положении. Цена товара превратилась в финансовую переменную, такую же как валютный курс, стоимость ценных бумаг или значение фондовых индексов. Это превращение поставило инструменты товарного рынка в один ряд с иными финансовыми активами, традиционно служащими для целей осуществления инвестиционной деятельности и привело к появлению на товарных рынках таких игроков, как инвесторы и спекулянты. При этом инвестиционная деятельность указанных лиц на товарных рынках структурируется как деятельность по осуществлению операций с товарными деривативами. Это позволяет инвесторам, не заинтересованным в потребительских свойствах товара, избежать издержек и рисков, связанных с его приобретением и хранением (таким как оплата услуг оператора товарных поставок или иного лица, осуществляющего хранение товара, приемка товара, последующая поставка, налоги, расходы на персонал, риск гибели товара и так далее). Элементарная экономическая целесообразность стимулирует рационального хозяйствующего субъекта, не планирующего использовать товар для переработки или собственного потребления, а интересующегося исключительно движением его цены, к использованию товарных деривативов, которые дают возможность получить денежный поток, соответствующий

изменению стоимости базового актива без дополнительных издержек.

Таким образом, основными игроками на современном товарном рынке являются производители и потребители товара (в том числе хеджирующие свои операции), а также инвесторы и спекулянты, которые осуществляют свою деятельность в основном на рынке товарных деривативов.

Учитывая указанные выше особенности товарного рынка, российское законодательство предусматривает достаточно свободный режим доступа к участию в организованных торгах товаром и товарными деривативами для совершения сделок за свой счет. В частности, к участию в организованных торгах товаром и к участию в организованных торгах, на которых заключаются договоры, являющиеся товарными деривативами, допускаются юридические лица, созданные в соответствии с законодательством Российской Федерации, а также иностранные юридические лица. Кроме того, к участию в организованных торгах товаром могут быть допущены также индивидуальные предприниматели.

Организованные торги на товарном рынке носят публичный характер, поскольку сделки с товаром, а также сделки, являющиеся товарными деривативами, совершаются на основании публичных предложений, адресованных всем участникам торгов. В этом контексте совершение сделки на организованном товарном рынке за свой счет имеет признаки, аналогичные дилерской сделке на рынке ценных бумаг. Однако такие сделки далеко не всегда носят инвестиционный характер. При этом с точки зрения законодательства Российской Федерации экономическая роль участника торгов не имеет значения. Оно предусматривает одинаковый режим доступа для производителей, потребителей, инвесторов, спекулянтов и так далее.

## Срочный рынок

Срочный рынок характеризуется значительным многообразием обращающихся на нем финансовых инструментов, от традиционных (plain vanilla) до специфических (exotic derivatives)

ПФИ, включая синтетические и новые виды финансовых инструментов с заданными свойствами. Указанное обстоятельство отражает многообразие экономических целей участников оборота, которые проистекают, однако, как правило, из базовых экономических потребностей застраховать риск или получить прибыль.

Поскольку ПФИ обладают свойствами и репликации, и инверсии доходности базисного актива, к ним прибегают в целях хеджирования рисков. Например, товаропроизводитель, приобретающий сырье, может застраховаться от риска изменения цены на него, заключив форвардный (или иной) контракт. Аналогичные действия могут совершаться ради избавления от риска изменения курса валюты, процентных ставок, стоимости ценных бумаг и других показателей.

Другой целью заключения деривативных контрактов является получение спекулятивной прибыли. Одним из примеров этого является, например, приобретение фьючерса на индекс и получение прибыли от изменения стоимости входящих в базу расчета индекса ценных бумаг. Инвесторов на срочном рынке, нацеленных на получение прибыли от деривативных контрактов, как правило, называют спекулянтами. Арбитром между хеджерами и спекулянтами, как правило, выступает все тот же маркет-мейкер. На срочном рынке роль маркет-мейкеров, как и на других рынках, состоит в поддержании ликвидности инструмента (цены, спроса, предложения или объема торгов ПФИ). Прибыль маркет-мейкера образуется за счет поддерживаемого им спреда.

Указанные особенности срочного рынка в целом не отражены в действующем регулировании. Вместе с тем оно строится с учетом разделения указанного рынка на биржевой и внебиржевой сегменты. Это выражается, в частности, в установлении правил допуска к участию в организованных торгах, на которых заключаются договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами.

Закон об организованных торгах выделяет несколько режимов допуска к организованным торгам в зависимости от вида базисного актива ПФИ. Общее правило состоит в том, что к участию в организованных торгах, на которых за-

ключаются договоры, являющиеся ПФИ, независимо от вида базисного актива, могут быть допущены Банк России, центральный контрагент, управляющие компании инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов, а также дилеры, управляющие и брокеры. Дальнейшая спецификация правил допуска к организованным торгам осуществляется исходя из вида базисного актива договоров, являющихся производными финансовыми инструментами. Так, к участию в организованных торгах с ПФИ, базисным активом которых являются валюта или процентные ставки, могут быть допущены также кредитные организации. К участию в организованных торгах с ПФИ, базисным активом которых является товар, допускаются юридические лица и индивидуальные предприниматели. При этом все указанные лица могут за свой счет совершать практически любые сделки, являющиеся ПФИ, независимо от экономического смысла таких сделок, целей их совершения, а также возникающего в связи с этим риска<sup>6</sup>.

Следует отметить, что, как и деятельность по выставлению твердых публичных котировок на валютном или товарном рынке, заключение договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, на основании публичной оферты также не требует лицензии. Эта деятельность может без ограничений осуществляться любыми лицами, причем как на внебиржевом рынке, так и на организованных торгах (в этом случае речь идет, естественно, о лицах, допущенных к участию в торгах). Деятельность маркет-мейкера за свой счет на срочном рынке также не является лицензируемой.

<sup>6</sup> Единственное ограничение, предусмотренное российским законодательством, касается договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, предусматривающими обязанность одной стороны уплачивать денежные суммы в зависимости от наступления обстоятельства, свидетельствующего о неисполнении или ненадлежащем исполнении одним или несколькими юридическими лицами, государствами или муниципальными образованияами своих обязательств, – заключение таких договоров допускается при условии, что сторонами такого договора являются участники организованных торгов, лицо, за счет которого исполняется указанная обязанность, является квалифицированным инвестором в силу федерального закона или юридическим лицом, признанным квалифицированным инвестором, а лицо, за счет которого действует другая сторона, – юридическим лицом (пункт 6 статьи 514 Закона о рынке ценных бумаг).

Таким образом, российский законодатель при определении принципов допуска к организованным торгам, на которых заключаются договоры, являющиеся ПФИ, исходит исключительно из вида базисного актива, не устанавливая ограничений или привилегий в связи с другими критериями – например, экономической целью, бизнес-моделью или риском, принимаемым хозяйствующим субъектом в связи с заключением таких договоров.

Указанные параметры также не используются при регулировании внебиржевого срочного рынка. Подход к нему строится на нескольких иных основаниях. Его характерной особенностью являются ограниченные возможности по судебной защите заключаемых контрактов. Согласно общему правилу, предусмотренному статьей 1062 Гражданского кодекса Российской Федерации, эта защита предоставляется только по сделкам со специальным субъектным составом. Всегда пользуются судебной защитой договоры, являющиеся ПФИ, заключаемые с профессиональными участниками рынка ценных бумаг и кредитными организациями. В частности, хотя заключение договоров, являющихся ПФИ, не относится к дилерской деятельности, такие договоры, заключаемые дилером за свой счет с иными юридическими лицами, всегда пользуются судебной защитой. Это связано исключительно со статусом дилера как профессионального участника рынка ценных бумаг. Указанные особенности могут быть интерпретированы как зародыш выделения профессиональной деятельности на внебиржевом деривативном рынке, однако в целом разделение на профессиональную и непрофессиональную инвестиционную деятельность за свой счет для регулирования этого рынка нехарактерно.

Аналогично регулированию допуска к участию в организованных торгах, на которых заключаются договоры, являющиеся ПФИ, при регулировании внебиржевого рынка ПФИ действующие на нем субъекты не различаются по экономическому смыслу операций, бизнес-моделям, рискам и другим параметрам.

Кроме того, как уже было отмечено выше, профессиональная деятельность по заключению за свой счет договоров, являющихся инструментами с финансовым рычагом, в настоящее время регулированием не охвачена.

## Выводы

Подводя итоги рассмотрению особенностей каждого из сегментов финансового рынка, а также целей и экономических интересов их участников, следует отметить, что в каждом сегменте финансового рынка присутствует инвестиционная деятельность, осуществляемая за свой счет.

Однако, как было показано выше, такая инвестиционная деятельность регулируется не единообразно:

- на рынке ценных бумаг (в части заключения договоров купли-продажи ценных бумаг) осуществление этой деятельности возможно только на основании лицензии, если сделки за свой счет совершаются на основании публичных котировок;

- на срочном рынке и на денежном рынке (рынке репо) на основании лицензии возможен только доступ к организованным торгам, но сама инвестиционная деятельность за свой счет может осуществляться на основании другой лицензии. При этом регулирование дилерской деятельности не охватывает заключения договоров, являющихся инструментами с финансовым рычагом;

- на валютном и товарном рынках при определенных условиях инвестиционная деятельность за свой счет может осуществляться без лицензии.

Частным случаем инвестиционной деятельности за свой счет является осуществление функций маркет-мейкера. Несмотря на профессиональный характер этой деятельности, а также очевидные признаки этой деятельности, ее регулирование осуществляется по тем же фрагментарным правилам, что и инвестиционная деятельность за свой счет в целом.

## 2. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ РЕГУЛИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ЗА СВОЙ СЧЕТ В РОССИЙСКОМ ПРАВЕ И ПРАВЕ ЕВРОПЕЙСКОГО СОЮЗА

Законодательство Российской Федерации и законодательство Европейского союза в области обращения финансовых инструментов имеют ряд сходных и различных черт. Сходство состоит в том, что и в России, и в Европе оборот финансовых инструментов осуществляется свободно<sup>7</sup> и деятельность по совершению сделок с ними за свой счет в общем случае не относится к лицензируемым видам деятельности.

Однако несмотря на свободный режим обращения финансовых инструментов, в отдельных случаях – и в этом тоже состоит общность российского и европейского подходов – для осуществления инвестиционной деятельности за свой счет требуется отдельная лицензия. Вместе с тем содержание инвестиционной деятельности за свой счет в европейском и российском законодательстве раскрыто по-разному.

Согласно европейскому регулированию инвестиционная деятельность всегда осуществляется за свой счет (*dealing on own account*). Под ней понимается торговля за счет собственного капитала, приводящая в результате к заключению сделок с одним или несколькими финансовыми инструментами. Понятие финансового инструмента также явным образом определяется в Директиве Европейского парламента и Совета Европейского союза от 21.04.2004 №2004/39/ЕС и Директиве Европейского парламента и Совета Европейского союза от 15.05.2014 №2014/65/ЕС (далее – MiFID I и MiFID II соответственно, вместе – MiFID) и включает в себя более широкий круг объектов, чем тот, который предусмотрен в российском праве<sup>8</sup>. Тем не менее под финансовые инструменты, согласно классификации MiFID, не подпадают валюта и товар. Европейское за-

конодательство определяет инвестиционную деятельность за свой счет гораздо шире, чем российское, и распространяется на совершение любых сделок с финансовыми инструментами. Вышеизложенное позволяет исходить из единообразных принципов регулирования инвестиционной деятельности за свой счет в отношении всего многообразия финансовых инструментов.

Между тем российское законодательство о ценных бумагах не содержит полной аналогии понятия инвестиционной деятельности. Совершение сделок за свой счет рассматривается исключительно в контексте лицензируемой дилерской деятельности, в результате чего оно ограничивается только сделками, обладающими признаками, указанными в ее определении. Таким образом, если объектом регулирования в MiFID являются любые сделки с любыми финансовыми инструментами, то в российском законодательстве о ценных бумагах – только сделки купли-продажи и только ценных бумаг, причем исключительно в случае, когда такие сделки осуществляются на основе публичных твердых котировок. Последний признак не имеет аналогов в европейском регулировании, которое для целей определения лицензируемой инвестиционной деятельности за свой счет выделяет иные признаки. Соответственно, сделки, обладающие ими, могут совершаться только специальными лицензируемыми субъектами – инвестиционными фирмами. При этом следует учитывать, что если отнесение совершения сделок за свой счет к инвестиционной деятельности является общим как для MiFID I, так и для MiFID II, выделение конкретных видов деятельности по совершению сделок за свой счет, для осуществления которых требуется лицензия инвестиционной фирмы, заметно отличается.

В частности, согласно MiFID I обязанность получить лицензию инвестиционной фирмы на совершение за свой счет сделок с финансовыми инструментами распространяется только на лиц, которые:

<sup>7</sup> Речь идет о финансовых инструментах, не ограниченных в обороте. Оборот инструментов, не допущенных к публичному предложению, в России и в Евросоюзе регулируется по-разному.

<sup>8</sup> Согласно статье 2 Закона о рынке ценных бумаг финансовый инструмент – это ценная бумага или производный финансовый инструмент.

1) являются маркет-мейкерами;

2) совершают сделки за свой счет за пределами регулируемого рынка<sup>9</sup> или МТФ<sup>10</sup> на организованной, регулярной и систематической основе, предоставляя доступ к системе третьим лицам в целях заключения сделок с ними. Признаки указанной деятельности и признаки дилерской деятельности в российском законодательстве существенно различаются. Необходимость получения лицензии в данном случае не связана с такими факторами, как наличие твердых котировок или публичность их объявления, а обусловлена исключительно профессиональным характером деятельности. Это подчеркивается не только указанием на систематический характер ее совершения, но и ссылкой на «систему», доступ к которой предоставляется третьим лицам. Согласно разъяснению FCA (Великобритания) такой системой может быть торговая платформа, веб-сайт или иной механизм, который действует на основе определенных правил<sup>11</sup>. Среди лиц, осуществляющих такую деятельность, в MiFID I выделяется еще одна категория, регулирование которой осуществляется по специальным правилам, – систематический интернализатор. Под ним понимается инвестиционная фирма, которая на организованной, регулярной и систематической основе осуществляет сделки за свой счет, выполняя поручения клиента за пределами регулируемого рынка или МТФ. Именно исполнение поручений клиентов отличает системати-

ческого интернализатора от иных лиц, также заключающих сделки за свой счет, в том числе на систематической основе. Исполнение поручений клиентов рассматривается в MiFID в первую очередь как инвестиционная услуга, и это определяет особенности его регулирования. Учитывая, что оказание услуг на финансовом рынке по экономической сути отличается от совершения сделок за свой счет, а также что данная тема была предметом доклада Банка России для общественных консультаций «Совершенствование регулирования брокерской деятельности», опубликованного на сайте Банка России<sup>12</sup>, в настоящем Докладе деятельность систематического интернализатора рассматриваться не будет.

Таким образом, MiFID I относит совершение сделок с финансовыми инструментами за свой счет к регулируемой инвестиционной деятельности, по сути, только в двух случаях – при исполнении функций маркет-мейкера и при реализации бизнес-моделей, характеризующихся профессиональным осуществлением инвестиционной деятельности с использованием технических систем.

В MiFID II этот перечень существенно расширяется и видоизменяется. MiFID II применяется к лицам, совершающим исключительно сделки за свой счет, только если они:

1) являются участниками торгов, проводимых на бирже или многосторонней торговой платформе, за исключением нефинансовых организаций, совершающих на этих торговых площадках исключительно операции, которые объективно квалифицируются как операции хеджирующего характера;

2) имеют прямой электронный доступ к бирже или многосторонней торговой платформе (также кроме нефинансовых компаний, указанных в предыдущем пункте);

3) являются маркет-мейкерами;

4) используют методы высокочастотной алгоритмической торговли;

5) совершают сделки за свой счет при исполнении поручений клиентов.

Поскольку на основании этих признаков в современном европейском законодатель-

<sup>9</sup> Под регулируемым рынком понимается многосторонняя система, управляемая оператором рынка, которая сводит вместе множественные стороны, имеющие интерес к купле-продаже финансовых инструментов, – в системе и в соответствии с правилами, не допускающими произвольного усмотрения организатора, таким образом, что это приводит к заключению сделок с финансовыми инструментами, допущенными к торговле в соответствии с правилами, и которая авторизована и функционирует на регулярной основе (статья 4 (1) (14) MiFID I). Далее по тексту термины «регулируемый рынок» и «биржа» будут использоваться как синонимы.

<sup>10</sup> Статья 4 (1) (22) MiFID I определяет многостороннюю торговую платформу (далее – МТФ) как многостороннюю систему, управляемую инвестиционной фирмой или оператором рынка, которая сводит вместе множественные стороны, имеющие интерес к купле-продаже финансовых инструментов, – в системе и в соответствии с правилами, не допускающими произвольного усмотрения организатора, таким образом, что это приводит к заключению сделок с финансовыми инструментами.

<sup>11</sup> Источник: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG/3/5.html?date=2015-09-28>.

<sup>12</sup> Источник: [http://cbr.ru/analytics/ppc/report\\_broker\\_161\\_024.pdf](http://cbr.ru/analytics/ppc/report_broker_161_024.pdf).

стве выделяются области профессиональной деятельности по совершению сделок за свой счет, некоторые признаки целесообразно проанализировать более подробно. При этом нормы MiFID II будут сопоставляться с российским регулированием соответствующих общественных отношений. Полагаем, что такое сопоставление позволит выявить преимущества обоих подходов и на их основе выстроить альтернативную модель, обладающую более целостным, по сравнению с текущим регулированием, характером.

## Участие в организованных торгах

Принципы допуска к участию в организованных торгах с принятием MiFID II претерпели существенные изменения по сравнению с теми, которые были установлены ранее.

Отличительная черта пока еще действующего регулирования состоит в том, что в нем совершение на организованных торгах сделок за свой счет не рассматривается как деятельность, требующая обязательного получения лицензии инвестиционной фирмы. Согласно MiFID I участниками торгов на бирже или МТФ могут быть:

- 1) инвестиционные фирмы;
- 2) кредитные организации;
- 3) иные лица, удовлетворяющие критериям профессионализма и добросовестности, имеющие достаточный уровень знаний в области операций с ценными бумагами и надлежащую организационную структуру, а также обладающие адекватными финансовыми ресурсами.

Данные требования сформулированы в MiFID I в достаточно общем виде и могут конкретизироваться в правилах биржи. Например, правилами Лондонской фондовой биржи (LSE) предусмотрено, что участник торгов (под этим общим термином подразумеваются все виды участников торгов, предусмотренные правилами Лондонской фондовой биржи) должен быть авторизован под законодательством Соединенного Королевства или соответствующей заморской территории или с точки зрения биржи быть должным образом регулируемым в отношении достаточности капитала, адекватности и чест-

ности<sup>13</sup>. Таким образом, согласно MiFID I нефинансовые организации (то есть компании, не являющиеся инвестиционными фирмами или банками) могут быть членами биржи и совершать на ней сделки без ограничений за свой счет.

Однако правила, воплощенные в новом регулировании MiFID II, становятся в этом отношении более жесткими. Так, MiFID II требует лицензирования в качестве инвестиционной фирмы лиц, осуществляющих сделки с финансовыми инструментами за свой счет, если они являются участниками торгов, проводимых биржей или МТФ, за исключением нефинансовых организаций, совершающих на этих торговых площадках исключительно операции хеджирующего характера.

Таким образом, основное изменение в связи с принятием MiFID II состоит в отнесении инвестиционной деятельности по заключению сделок на организованных торгах к регулируемой деятельности. Такая деятельность будет осуществляться на основании лицензии инвестиционной фирмы, а возможности иных лиц будут ограничены правом совершать исключительно хеджирующие сделки.

В то же время неизменным остался принцип, согласно которому перечень лиц, имеющих право быть участниками торгов на различных торговых платформах, является открытым. MiFID II допускает возможность участия в торгах на бирже и МТФ лиц, не являющихся инвестиционными фирмами, но удовлетворяющих требованиям, в целом аналогичным требованиям MiFID I. При этом требования в отношении участников торгов, проводимых OTF<sup>14</sup>, вообще не устанавливаются.

Следует отметить, что принятый в MiFID подход, допускающий возможность компаний нефинансового сектора быть прямыми участниками торгов на бирже и иных торговых платфор-

<sup>13</sup> Источник: <http://www.londonstockexchange.com/traders-and-brokers/rules-regulations/rules-lse.pdf>.

<sup>14</sup> Статья 4 (1) (23) MiFID II определяет организованную торговую платформу (далее – OTF) как многостороннюю систему, не являющуюся биржей или МТФ, на которой множественные стороны, имеющие интерес к купле-продаже облигаций, структурированных финансовых продуктов, квот на выбросы или деривативов, могут взаимодействовать в системе таким образом, что это приводит к заключению сделок с ними.

мах, отличается от российского, который, наоборот, исключает возможность допуска нефинансовых компаний к отдельным видам торгов. В России нефинансовые компании могут быть участниками организованных торгов на спот-рынке, на котором заключаются сделки с валютой<sup>15</sup> или товаром<sup>16</sup>, а также участниками торгов на срочном рынке, на котором торгуются товарные производные финансовые инструменты<sup>17</sup>. Учитывая, что европейское регулирование рынков финансовых инструментов не распространяется на валютные и товарные рынки, его сопоставление с российским регулированием в этой части носит умозрительный характер. В то же время российские нефинансовые компании не могут участвовать в организованных торгах ценными бумагами, а также организованных торгах, на которых заключаются договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами (за исключением товарных).

<sup>15</sup> Согласно части 3 статьи 16 Закона об организованных торгах к участию в организованных торгах иностранной валютой могут быть допущены кредитные организации, имеющие право на основании лицензий Банка России осуществлять банковские операции со средствами в иностранной валюте, центральный контрагент, Банк России, а также иные юридические лица, которые вправе осуществлять куплю-продажу иностранной валюты в силу федерального закона. Если договоры купли-продажи иностранной валюты на организованных торгах заключаются с центральным контрагентом, являющимся уполномоченным банком, к участию в этих организованных торгах могут быть допущены иные юридические лица, созданные в соответствии с законодательством Российской Федерации. В связи с тем, что функции центрального контрагента на валютных торгах, проводимых ПАО «Московская биржа» (далее – Московская Биржа), выполняет Банк «Национальный клиринговый центр» (Акционерное общество), законодательные ограничения для допуска к участию в указанных торгах лиц, не являющихся профессиональными участниками рынка ценных бумаг, отсутствуют.

<sup>16</sup> К участию в организованных торгах товаром могут быть допущены индивидуальные предприниматели и юридические лица, созданные в соответствии с законодательством Российской Федерации (часть 2 статьи 16 Закона об организованных торгах), а также иностранные юридические лица, действующие от своего имени и за свой счет или за счет клиента, являющегося иностранным лицом (часть 51 статьи 16 Закона об организованных торгах).

<sup>17</sup> К участию в организованных торгах, на которых заключаются договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами, базисным активом которых является товар, могут быть допущены также юридические лица, созданные в соответствии с законодательством Российской Федерации, если такие договоры заключаются за их счет (часть 4 статьи 16 Закона об организованных торгах), а также иностранные юридические лица, действующие от своего имени и за свой счет или за счет клиента, являющегося иностранным лицом (часть 51 статьи 16 Закона об организованных торгах).

Таким образом, российское регулирование при наличии общих черт с европейским отличается в подходах как от MiFID I, так и от MiFID II. Однако эти отличия позволяют обозначить возможные векторы его развития и определить логически возможные модели рынка.

## Маркет-мейкеры

MiFID II определяет маркет-мейкера как «лицо, которое на постоянной основе присутствует на финансовых рынках в качестве лица, выражающего волю совершать сделки покупки и продажи финансовых инструментов за счет собственного капитала по определенным этим лицом ценам»<sup>18</sup>. Данное определение практически полностью идентично определению маркет-мейкера, данному в MiFID I, изменения носят технический характер. Законодательство Европейского союза содержит и иные определения деятельности маркет-мейкера, которые также фиксируют наличие одновременно выставляемых двусторонних котировок в качестве определяющего признака деятельности маркет-мейкера<sup>19</sup>. Следует отметить, что выделение именно этого признака является достаточно типичным и используется в законодательстве многих зарубежных государств<sup>20</sup>.

<sup>18</sup> Статья 4 (7) MiFID II.

<sup>19</sup> Например, в Положении (Regulation) Европейского парламента и Совета № 236/2012 от 14 марта 2012 (Short Selling Regulation) года под «деятельностью маркет-мейкера» понимается:

- i) выставление твердых, одновременных, двунаправленных котировок сравнимого размера и по конкурентоспособным ценам, приводящее к предоставлению ликвидности на регулярной и непрерывной основе на рынок (*posting firm, simultaneous two-way quotes of comparable size and at competitive prices, with the result of providing liquidity on a regular and ongoing basis to the market*);
- ii) выполнение заявок, инициированных клиентами, или в ответ на клиентский запрос на совершение сделки как часть обычного бизнеса (*as part of its usual business, fulfilling orders initiated by clients or in response to clients' requests to trade*);
- iii) хеджирование позиций, возникающих в ходе выполнения операций, указанных в пунктах «а» и «б» (*hedging positions arising from the fulfilment of tasks under points (i) and (ii)*). Вместе с тем согласно рецепту 60 MiFID II определение мм-стратегий независимо от определений, данных в Short Selling Regulation.

<sup>20</sup> С определениями маркет-мейкинга, используемыми в различных юрисдикциях, можно ознакомиться в публикации: *Market-making and proprietary trading: industry trends, drivers and policy implications, Report submitted by a Study Group established by the Committee on the Global Financial System, November 2014. Источник: <http://www.bis.org/publ/cgfs52.htm>.*

В MiFID II деятельность маркет-мейкера не выделяется в качестве отдельной инвестиционной деятельности или услуги, в том числе вспомогательной, и относится к «деятельности по совершению сделок за свой счет». Маркет-мейкер может осуществлять свою деятельность на бирже, МТФ, ОТФ или на внебиржевом рынке.

Осуществление сделок с финансовыми инструментами за свой счет при осуществлении функций маркет-мейкера требует лицензии инвестиционной фирмы. Это положение распространяется на все рынки, регулирование которых осуществляется в рамках MiFID II, за исключением отдельных случаев. В частности, требование MiFID II о наличии лицензии инвестиционной фирмы не распространяется на лиц, совершающих сделки за свой счет, включая маркет-мейкеров, с товарными деривативами (commodity derivatives) или разрешениями на выбросы или деривативами на их основе, включая лиц, совершающих сделки за свой счет при исполнении поручений клиентов при условии, что такая деятельность является вспомогательной по отношению к основной деятельности компании, не включает в себя высокочастотную торговлю и соответствующий национальный регулятор на ежегодной основе убеждается в соответствии условиям предоставления данного исключения.

В то время как MiFID I не устанавливает какого-то специального регулирования деятельности маркет-мейкеров, MiFID II вводит ряд правил, фокус которых концентрируется на реализации так называемых маркет-мейкерских стратегий. Они определяются как стратегии совершения сделок за свой счет на биржах, МТФ или ОТФ, которые включают выставление с использованием методов алгоритмической торговли твердых одновременных двусторонних котировок сравнимых объемов и по конкурентным ценам, приводящее в результате к предоставлению ликвидности на регулярной основе рынку в целом<sup>21</sup>. Это определение применяется только к инвестиционным фирмам, то есть уже лицензированным в рамках MiFID II субъектам.

У инвестиционной фирмы, реализующей маркет-мейкерские стратегии, возникает ряд

обязанностей. В частности, она должна заключать юридически обязывающее соглашение с торговой платформой, которое как минимум должно определять обязательства инвестиционной фирмы осуществлять деятельность маркет-мейкера непрерывно в течение определенного промежутка времени в течение торгового дня, кроме исключительных обстоятельств, а также иметь в распоряжении эффективные системы для осуществления деятельности и контроля, гарантирующие выполнение обязательств, принятых в рамках этого соглашения.

Согласно позиции, выраженной в Объяснительном меморандуме к Регуляторному техническому стандарту<sup>22</sup>, MiFID II, устанавливая требования к инвестиционным фирмам, использующим маркет-мейкерские стратегии, а также связанные с ними требования к торговым платформам, преследует две главные цели. Во-первых, внести в процесс предоставления рыночной ликвидности элемент предсказуемости за счет возникновения контрактных обязательств инвестиционной фирмы, использующей маркет-мейкерские стратегии. Во-вторых, добиться присутствия этих фирм на рынке в течение периода времени, пропорционального продолжительности торгового дня, особенно в стрессовых рыночных условиях. Таким образом, предоставление ликвидности на рынок на регулярной и предсказуемой основе является основной целью данного регулятивного нововведения.

Переходя к российскому законодательству, следует отметить, что оно не существенно отличается в подходах к регулированию деятельности маркет-мейкеров, однако содержит принципиально иной подход к лицензированию указанной деятельности.

Согласно определению, данному в Законе об организованных торгах, маркет-мейкер – участник торгов, который на основании договора, одной из сторон которого является организатор торговли, принимает на себя обязательства по поддержанию цен, спроса, пред-

<sup>21</sup> Статья 17 (4) MiFID II.

<sup>22</sup> Разработанный ESMA в соответствии с требованиями статьи 17 (7) (b) MiFID II Регуляторный технический стандарт 8 (RTS 8, The requirement on market making agreements and schemes), одобренный Комиссией 13.06.2016 и ожидающий рассмотрения Парламентом и Советом. Источник: [http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/isd/mifid/rts/160613-rts-8\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/isd/mifid/rts/160613-rts-8_en.pdf).

ложения и (или) объема торгов финансовыми инструментами, иностранной валютой и (или) товаром на условиях, установленных таким договором.

Из этого определения видно, что регулирование деятельности маркет-мейкера неразрывно связано с регулированием организованных торгов, но не рынка в целом. То есть деятельность маркет-мейкера определяется как услуга, оказываемая одним участником рынка другому лицу, и не рассматривается как функция системного, целостного, инфраструктурного характера (предоставление ликвидности, повышение прозрачности ценообразования и стабильности рынка в целом).

Наличие договора с организатором торговли рассматривается в российском законодательстве как один из признаков маркет-мейкера. Этим российский подход отличается от европейского, в рамках которого наличие такого договора считается не признаком деятельности маркет-мейкера, а только обязанностью инвестиционной фирмы, реализующей маркет-мейкерскую стратегию. При этом необходимо иметь в виду, что предоставление ликвидности в виде выставления двусторонних котировок согласно Положению о порядке и условиях поддержания цен, спроса, предложения или объема торгов финансовым инструментом, иностранной валютой и (или) товаром, утвержденному приказом ФСФР России от 21.01.2011 № 11–2/пз-н (далее – Положение), может осуществляться участниками торгов в соответствии с договором с эмитентом в связи с размещением и обращением эмиссионных ценных бумаг без заключения соответствующего договора с организатором торговли. Однако оказание таких услуг согласно Положению не относится к деятельности маркет-мейкера.

Также для российского подхода характерно и то, что поддержание ликвидности ин-

струмента является не единственной функцией маркет-мейкера. Помимо этого функцией маркет-мейкера является поддержание спроса или предложения, что согласно Положению может осуществляться посредством выставления односторонних котировок<sup>23</sup>. Таким образом, с одной стороны, в отличие от подхода, имплементированного в MiFID II и ином зарубежном законодательстве, российское законодательство не выделяет выставление одновременных твердых двусторонних котировок в качестве основного квалифицирующего признака деятельности маркет-мейкера. С другой, выставление таких котировок без договора с организатором торговли не относится к деятельности маркет-мейкера, причем как в случае, когда оно осуществляется по договору с эмитентом эмиссионных ценных бумаг, так и когда оно осуществляется вообще не в рамках какого-либо договора.

Другая важная особенность российского подхода связана с тем, что деятельность маркет-мейкера определяется унифицированным образом для организованных торгов разных видов – ценными бумагами, производными финансовыми инструментами, валютой или товаром. В соответствии с MiFID регулирование маркет-мейкеров затрагивает только деятельность на рынке ценных бумаг и производных финансовых инструментов.

Кроме того, в российском законодательстве деятельность маркет-мейкера не рассматривается в качестве профессиональной деятельности, хотя ее профессиональный характер достаточно очевиден. Ее осуществление требует наличия лицензии только на рынке ценных бумаг (хотя на других рынках лицензия может требоваться только для участия в организованных торгах), и в отдельных случаях такая деятельность фактически может осуществляться любым лицом.

<sup>23</sup> Пункты 3.2, 3.5 Положения.

### 3. ПРЕДЛАГАЕМАЯ МОДЕЛЬ РЕГУЛИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ (ОПРЕДЕЛЕНИЕ ДИЛЕРСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ)

#### Предпосылки изменения модели регулирования дилерской деятельности

В рамках проведенного выше сопоставительного анализа российского и европейского права, регулирующего отношения на рынке ценных бумаг, было показано, что при различии видов деятельности по совершению сделок за свой счет, подлежащих лицензированию, и российское, и европейское право следуют принципу разделения инвестиционной деятельности за свой счет на профессиональную, требующую лицензии или иной авторизации, и не профессиональную, которая может осуществляться любым лицом. Выражением этого принципа является то, что определенные виды инвестиционной деятельности за свой счет могут совершаться только на основании лицензии. Ключевым является вопрос о критериях, на основании которых совершение сделок за свой счет будет относиться к лицензируемой деятельности.

Как было показано в главе 1 настоящего Доклада, дилерская деятельность ограничена в настоящее время куплей-продажей ценных бумаг на основе публичных твердых котировок. Суммируя рассмотренные в Докладе особенности и проблемы осуществления инвестиционной деятельности за свой счет на различных сегментах финансового рынка, отметим, что основной предпосылкой изменения модели регулирования дилерской деятельности является уязвимость прав и интересов инвесторов, возросшая в результате распространения финансовых инструментов, не охваченных регулированием, и технологий удаленного использования торговых платформ, предназначенных для заключения договоров купли-продажи ценных бумаг и договоров, являющихся инструментами с финансовым рычагом.

Основываясь на приведенных предпосылках изменения модели регулирования профессио-

нальной инвестиционной деятельности за свой счет, требуется рассмотреть вопросы о расширении ее периметра и о новых критериях определения дилерской деятельности. Следует сразу оговориться, что рассматриваемые в настоящем Докладе критерии не распространяются на деятельность форекс-дилера в рамках статьи 41 Закона о рынке ценных бумаг.

Дилерскую деятельность предлагается определять одновременно по двум критериям:

по видам сделок (Критерий 1);

по профессиональному характеру совершения сделок (Критерий 2).

#### Критерии дилерской деятельности

##### *Критерий 1. Виды сделок*

Учитывая специфику сегментов российского финансового рынка и международный регуляторный опыт, в число сделок, совершение которых за свой счет (при выполнении Критерия 2) должно быть отнесено к дилерской деятельности, помимо договоров купли-продажи ценных бумаг, предлагается включить договоры, являющиеся инструментами с финансовым рычагом, с любым базисным активом (как на биржевом, так и на внебиржевом сегментах финансового рынка). При этом деятельность по заключению договоров купли-продажи с валютой (конверсионные операции) или с товаром к дилерской деятельности относить не предполагается, что связано с рядом отмеченных в главе 1 настоящего Доклада особенностей валютного и товарного рынка (в том числе, с наличием на валютном рынке профессиональных регулируемых субъектов – уполномоченных банков и степенью развития организованного товарного рынка, отличающейся от рынка ценных бумаг и срочного рынка).

Таким образом, к дилерской деятельности предлагается относить заключение следующих сделок (при выполнении Критерия 2):

Инструменты	Купля-продажа	Репо/Договоры, аналогичные репо, но с активами, не являющимися ценными бумагами	Договоры, являющиеся инструментами с финансовым рычагом
Ценные бумаги	да	нет	да
Валюта	нет	нет	да
Товар	нет	нет	да
Иные активы	нет	нет	да

### *Критерий 2. Профессиональный характер совершения сделок*

Профессиональный характер деятельности по заключению договоров, указанных в Критерии 1, предлагается определять на основании наличия одного из двух альтернативных критериев.

Критерий 2.1: договоры заключаются на основании публичной оферты.

При расширении определения дилерской деятельности за счет включения в ее периметр заключения договоров, являющихся инструментами с финансовым рычагом, признак твердых публичных котировок, установленный в действующем законодательстве в качестве атрибута дилерской деятельности, не всегда может быть применен к таким контрактам автоматически, без модификаций. При модификации критерия твердых публичных котировок принимается во внимание, что сутью твердой публичной котировки является публичная оферта на заключение договора купли-продажи ценных бумаг, содержащая цену в качестве существенного условия. При этом цена с учетом многообразия и конструктивных особенностей договоров, являющихся инструментами с финансовым рычагом, не всегда является существенным условием их заключения. Вместе с тем заключение договоров купли-продажи ценных бумаг и договоров, являющихся инструментами с финансовым рычагом, на основе публичной оферты предлагается считать достаточным для признания такой деятельности профессиональной и регулируемой, поскольку она направлена на неопределенный круг лиц.

Итак, первым критерием отнесения деятельности по заключению за свой счет договоров купли-продажи ценных бумаг и договоров, являющихся инструментами с финансовым рычагом, к лицензируемой предлагается определить заключение таких договоров на основе публичной оферты.

Однако указанный критерий не способен охватить случаи, когда деятельность, по сути, направлена на заключение договоров с неопределенным кругом инвесторов, но осуществляется на основании индивидуальных предложений (котировок) или в ином порядке. Такая деятельность, хотя и не относится к профессиональной на основании Критерия 2.1, но по своему характеру направлена на неопределенный круг лиц и также нуждается в регулировании.

Таким образом, предлагается следующий альтернативный Критерию 2.1 критерий отнесения деятельности по заключению за свой счет договоров купли-продажи ценных бумаг и договоров, являющихся инструментами с финансовым рычагом, к профессиональной.

Критерий 2.2: договоры заключаются на регулярной и систематической основе с неопределенным кругом лиц с помощью программных средств и информационно-телекоммуникационных сетей, позволяющих указанным инвесторам выставлять только заявки (оферты, акцепты или предложение делать оферты) на их заключение исключительно с дилером.

Предлагаемый подход позволит включить в периметр регулирования и надзора практики предложения финансовых продуктов широким слоям инвесторов, например, интернет-магазины акций, финансовые маркетплейсы и иные торговые платформы, с помощью которых могут предлагаться финансовые продукты, причем не только на основании публичной оферты, но и в адресном порядке. Кроме того, такой подход позволит ограничить и упорядочить предложение инвесторам на внебиржевом рынке сложных инструментов с финансовым рычагом.

Также на основе предлагаемого определения естественным образом решается вопрос об условиях допуска к участию в организованных торгах на рынке ценных бумаг и на срочном рынке. Поскольку сделки на организованных торгах заключаются на основании заявок, носящих характер публичной оферты (то есть при наличии Критерия 2.1), деятельность по выставлению таких заявок за свой счет – то есть участие в организованных торгах – также будет относиться к лицензируемой. Однако учитывая мировую тенденцию на дезинтермедиацию и облегчение доступа к организованным

торгам в целях допуска к организованным торгам лиц, не являющихся лицензированными дилерами, например, нефинансовых корпораций, из определения дилерской деятельности могут быть сделаны исключения. Исходя из действующего регулирования допуска к участию в торгах, к таким исключениям следовало бы отнести участие в организованных торгах, на которых заключаются договоры, являющиеся ПФИ, базисным активом которых является валюта или процентные ставки, кредитных организаций, или участие в организованных торгах, на которых заключаются договоры, являющиеся ПФИ, базисным активом которых является товар (поскольку в настоящее время участниками таких организованных торгов могут быть лица, не являющиеся дилерами).

Кроме того, предлагаемое определение подразумевает, что к лицензируемой деятельности будет отнесена и деятельность маркет-мейкера на рынке ценных бумаг и срочном рынке. Поскольку деятельность маркет-мейкера по одновременному выставлению и поддержанию твердых двунаправленных котировок, а также однонаправленных котировок при поддержании спроса и предложения за свой счет будет удовлетворять всем критериям дилерской деятельности, ее осуществление будет возможно только на основании дилерской лицензии. Вместе с тем, выполнение функций маркет-мейкера на валютном и товарном рынке предлагается оставить за рамками определения дилерской деятельности.

\*\*\*

Таким образом, дилерскую деятельность предполагается определять как деятельность по заключению договоров купли-продажи ценных бумаг или договоров, являющихся инструментами с финансовым рычагом, с любыми активами на основании публичной оферты и (или) по заключению таких договоров на регулярной и систематической основе с неопределенным кругом лиц с помощью программных средств и информационно-телекоммуникационных сетей, позволяющих указанным лицам выставить только заявки (оферты, акцепты или предложения делать оферты) на заключение сделок,

указанных в предыдущем пункте, исключительно с дилером.

Признание профессиональной деятельности по заключению за свой счет таких договоров дилерской деятельностью, то есть лицензируемой профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг, автоматически повлечет возможность ее осуществления только лицензированными российскими лицами.

Это даст возможность применить к такой деятельности регулятивные механизмы, направленные на предотвращение принятия лицами рисков, к которым они могут быть не толерантны (например, одним из таких механизмов может быть ограничение возможности принимать обязательства, превышающие размер предоставляемого лицом обеспечения), и иные меры, обеспечивающие баланс интересов сторон заключаемых соглашений с учетом их экономических возможностей и переговорной силы.

Кроме того, необходимо обратить внимание на следующее. Как уже отмечалось выше, в силу статьи 1062 Гражданского кодекса Российской Федерации договоры, являющиеся ПФИ, заключаемые дилером за свой счет с иными юридическими лицами, всегда пользуются судебной защитой. При этом судебная защита требований, вытекающих из договоров с физическими лицами, может быть обеспечена путем внесения соответствующего указания на уровне Закона о рынке ценных бумаг.

Таким образом, признание деятельности по заключению договоров, являющихся инструментами с финансовым рычагом, (отвечающей Критериям 2.1 и 2.2) профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг позволит обеспечить возможность судебной защиты вытекающих из таких договоров требований и тем самым предоставит контрагентам дилеров дополнительные возможности по защите своих законных интересов.

Также в силу пункта 61 статьи 51 Закона о рынке ценных бумаг такую деятельность будет запрещено осуществлять на территории России иностранным компаниям.

Наблюдается определенное сходство предлагаемого подхода с подходом MiFID. Оно состоит в первую очередь в том, что предла-

гаемое регулирование не распространяется на валютный и товарный рынок, а также находится в частичной корреляции с регулированием MiFID в части критериев лицензируе-

мой инвестиционной деятельности за свой счет (торговля за свой счет на организованных торгах, деятельность маркет-мейкера и другие).

## Вопросы для обсуждения

1. Считаете ли вы целесообразным расширение определения дилерской деятельности на заключение договоров, являющихся инструментами с финансовым рычагом? Какие позитивные или негативные последствия может нести такое расширение. Пожалуйста, обоснуйте.

2. Требуется ли включить в определение дилерской деятельности и иные договоры, помимо перечисленных?

3. Должен ли Критерий 2 включать в себя какие-либо дополнительные признаки, помимо указанных? Если да, то какие?

4. Должны ли участниками организованных торгов быть только лицензируемые субъекты – дилеры? Целесообразен ли допуск лиц, не обладающих дилерской лицензией, к совершению сделок за свой счет на организованных торгах на рынке ценных бумаг и срочном рынке? Должны ли к таким лицам предъявляться требования на уровне законодательства или нормативных актов Банка России, и если да, то какие требования?

5. Должно ли наличие дилерской лицензии являться обязательным условием осуществления функций маркет-мейкера на валютном и товарном рынке? Если нет, то какие субъекты должны обладать правом выполнять функции маркет-мейкера на указанных рынках? Следует ли сохранить возможность осуществления функций маркет-мейкера за счет средств клиента по заявкам последнего (клиентский маркет-мейкинг)?



