

*Комментарии НАУФОР к Докладу Банка России для общественных консультаций
«Совершенствование системы защиты инвесторов на финансовом рынке посредством
введения регулирования категорий инвесторов и определения их инвестиционного
профиля»*

1. Общие замечания

НАУФОР поддерживает инициативу Банка России, направленную на пересмотр действующей категоризации клиентов брокеров и применение различных правил взаимодействия с клиентами в зависимости от их категорий. Действительно, разные группы потребителей финансовых услуг нуждаются в разных уровнях защиты, каждый из которых должен определяться с учетом уровня развития экономики страны, специфики финансового рынка, уровня его развития и других обстоятельств, которые могут отличаться от страны к стране.

Доклад указывает на ряд проблем, на решение которых направлены содержащиеся в нем предложения. Во-первых, Доклад выделяет в качестве одной из основных проблем недостаточный уровень финансовой грамотности и финансовой дисциплины населения¹. Однако, в соответствии с исследованием S&P Ratings Services, финансово грамотное население в России составляет 38% при медианном значении по 142 странам мира в 35%². Это означает, что уровень финансовой грамотности в России соответствует среднемировому. Разумеется, уровень финансовой грамотности в России ниже, чем в странах с развитым финансовым рынком, например, США (57% населения³) и Великобритании (67%), однако выше, чем в КНР (28%) и пяти государствах-членах ЕС.

Во-вторых, Доклад указывает на «недоверие» населения к финансовому рынку как на причину низкой вовлеченности населения в инвестиционные процессы⁴. По нашему мнению, низкая вовлеченность населения в инвестиционные процессы на фондовом рынке в первую очередь связана с отсутствием у населения инвестиционного потенциала. Так, по данным Банка России, лишь 17% населения имеют вклады в сумме более 10 тыс. руб.,⁵ а средний размер банковского вклада – 155 тыс. руб.,⁶ что в целом соответствует средней сумме накоплений населения по данным Росстата⁷. Кроме того, до появления индивидуальных инвестиционных счетов массовым продуктам финансового рынка было крайне тяжело конкурировать с банковскими депозитами. Еще одним фактором низкой степени инвестиционной активности населения является отсутствие в России компенсационных механизмов, например, системы страхования инвестиций на фондовом рынке⁸, которая функционирует как на всех развитых рынках, так и развивающихся.

В-третьих, Доклад исходит из «формального или недобросовестного присвоения клиентам статуса квалифицированного инвестора»⁹. Мы согласны с тем, что такая практика является недобросовестной, однако не считаем ее массовой и считаем, что она в

¹ Стр. 4 Доклада.

² <https://www.spglobal.com/corporate-responsibility/global-financial-literacy-survey>

³ Следует отметить, что в соответствии с методологией исследования финансово грамотными признаются респонденты, знающие как минимум три понятия из следующих четырех: диверсификация риска, инфляция, процентный доход и сложные проценты. В соответствии с другим исследованием, проведенным Университетом Джорджа Вашингтона, 65% экономически активного населения США не знакомы с понятиями «диверсификация риска», «инфляция» и «сложные проценты».

⁴ Стр. 3, 10 Доклада, выступление М.В. Мамуты 14.07.2016.

⁵ http://www.cbr.ru/publ/MoneyAndCredit/matovnikov_09_15.pdf

⁶ http://www.asv.org.ru/agency/for_press/pr/394802/

⁷ http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/population/level/

⁸ См., напр., Thomas W. Joo, *Who Watches the Watchers? The Securities Investor Protection Act, Investor Confidence, and the Subsidization of Failure*, 72 S. CAL. L. REV. 1071.

⁹ Стр. 4 Доклада

большой степени спровоцирована чрезмерными ограничениями на совершение операций неквалифицированными инвесторами, в том числе запретами на приобретение зарубежных финансовых инструментов.

Мы также не согласны с тезисом доклада о том, что у посредников отсутствует заинтересованность в получении клиентом лучшего финансового результата. Такая заинтересованность должна ожидаться не от всех профессиональных участников рынка ценных бумаг. Так, в отличие от доверительного управления она не присуща агентским отношениям клиента с брокером в силу их гражданско-правовой конструкции. В случае доверительного управления, закон требует от управляющего действовать в интересах клиента и нарушение этого требования должно влечь ответственность. Также впоследствии должно быть сделано и в отношении финансового (инвестиционного) советника. Между тем, требования к осуществлению деятельности по управлению ценными бумагами только недавно были изменены именно для того, что бы заставить управляющих действовать в большем соответствии с интересами клиентов. Хотя в настоящее время трудно оценить эффективность сделанных изменений, мы полагаем, что они являются правильными и достаточными.

В любом случае, предположения о массовой недобросовестности индустрии, на наш взгляд не находят подтверждения и не оправдывают столь серьезных ограничений, которые предложены Докладом, по сравнению с действующими. Факты недобросовестности должны на наш взгляд выявляться и преследоваться без вреда для деятельности добросовестных участников рынка, которая может быть нарушена чрезмерными ограничениями, наложенными регулированием.

С учетом этого Доклад предлагает, на наш взгляд, избыточно патерналистский подход к защите потребителей финансовых услуг. Очевидно, однако, что операции на фондовом рынке заведомо более рискованны для участника, который принимает на себя риск в обмен на возможность получить более высокую доходность по сравнению, например, с банковскими депозитами, и такая возможность должна быть предоставлена всем группам инвесторов, в том числе неквалифицированным. С учетом этого уровень защиты интересов должен балансироваться с интересом инвесторов к операциям на фондовом рынке. Нарушение этого баланса может привести к утрате интереса к операциям на фондовом рынке и лишает смысла защиту интересов инвесторов, поскольку они предпочитают игнорировать фондовый рынок.

В любом случае избыточный патернализм в ограничении рисков инвесторов фондового рынка приводит к затруднению доступа к финансовым услугам, к росту издержек посредников и снижению ликвидности рынка. Существует риск того, что в результате реализации предложений Доклада, резко снизится объем некоторых рынков, в частности биржевого срочного рынка, на котором в настоящее время доминируют физические лица, причем у 70% активных инвесторов размер обеспечения не превышает 100 тыс. руб.¹⁰ Уменьшение операций, в том числе спекулятивных операций, граждан приведет к снижению ликвидности и росту премии за риск со стороны портфельных инвесторов, а также к перетоку активности тех и других на зарубежные рынки.

Значение роли розничных инвесторов для рынка можно продемонстрировать на примере КНР, где в ходе недавнего кризиса власти ослабляли правила маржинального кредитования розничных клиентов и способствовали снижению ставок при использовании заемных средств, стимулируя таким образом более рискованное поведение инвесторов для поддержания ликвидности и роста фондового рынка¹¹.

Доклад адресован всем видам деятельности на рынке ценных бумаг. Однако правила оказания услуг разным группам инвесторов доверительными управляющими (инвестиционными советниками) и брокерами должны быть разными. Действительно, в

¹⁰ Данные Московской биржи.

¹¹ <http://www.wsj.com/articles/china-returns-to-encouraging-margin-lending-for-stocks-1458537312>

случаях, когда клиент обращается к профессионалу (доверительному управляющему или инвестиционному советнику) риски, связанные с информационной асимметрией нивелируются. Эти отношения носят фидуциарный характер и уже защищены нормами гражданского законодательства, а введенные с 3 января 2016 года требования об определении инвестиционного профиля клиента доверительного управляющего и планируемое аналогичное регулирование для инвестиционного советника, на наш взгляд, успешно реализует принцип *suitability* и является достаточным для защиты прав и интересов их клиентов. С учетом этого, наши последующие предложения адресуются брокерской деятельности.

2. Категоризация инвесторов

Мы поддерживаем предложение Банка России о переходе к трёхуровневой категоризации инвесторов. Различные комбинации опыта инвестирования, профессиональных знаний, а также финансового положения должны позволять отнесение клиентов к той или иной категории.

А) Неквалифицированный инвестор – это в основном инвестор, впервые пришедший на фондовый рынок и не обладающий ни специальными знаниями, ни опытом. Задача государственного регулирования предложить такому инвестору максимальную степень защиты от потерь в период времени, в течение которого он приобретает опыт совершения операций с финансовыми инструментами.

Б) Квалифицированный инвестор – это инвестор, который либо обладает специальными знаниями или достаточным опытом, либо располагает суммой активов, превышающей установленный порог.

В России используются два подхода к определению достаточности опыта для определения круга доступных операций. Во-первых, в соответствии с ФЗ «О рынке ценных бумаг» и подзаконными актами инвестор может быть признан квалифицированным при условии осуществления определенных операций в течение года. Во-вторых, в соответствии с Указанием Банка России от 18.04.2014 № 3234-У клиент брокера может быть отнесен к категории клиента с повышенным уровнем риска (КПУР) в случае истечения 180 дней со дня принятия такого клиента на обслуживание при условии осуществления определенного числа операций¹². В мировой практике существуют разные подходы к оценке опыта. В ЕС для приобретения статуса *elective professional client* требуется анализ операций клиента за год¹³. В КНР используется схожий с российским подход: клиент может начинать осуществлять маржинальные операции при условии истечения 6 месяцев со дня открытия им брокерского счета¹⁴.

В отношении оценки финансового положения клиентов для определения круга допустимых операций в России также используются два подхода. В России для получения статуса КПУР необходимо наличие внесенных брокеру средств в размере не менее 600 тыс. руб., а для отнесения к категории квалифицированного инвестора – размер имущества не менее 6 млн руб. Мировая практика оценки финансового положения клиентов также неоднородна. Здесь также используется два подхода. В США для получения статуса *pattern day trader* (дает возможность маржинальной торговли с плечом 1:3) клиенту, помимо осуществления операций с определенной периодичностью, необходимо поддерживать депозит у брокера не менее \$25 тыс, а для получения возможности торговли с повышенным плечом, рассчитываемым на основании риска всего портфеля, — \$100 тыс.¹⁵ По правилам ЕС размер портфеля *elective professional client* (в

¹² П. 31 Указания.

¹³ См., напр., FCA Handbook COBS 3.5.

¹⁴ <https://next.ft.com/content/7d667138-9fd3-11e4-aa89-00144feab7de>

¹⁵ FINRA Rule 4210 и Regulation T.

случае использования этого критерия) должен превышать 500 тыс. евро¹⁶. В КНР маржинальные сделки доступны для инвесторов с суммой активов не менее 500 тыс. юаней.

На наш взгляд, Доклад предусматривает чрезмерно высокие требования для отнесения инвестора к категориям квалифицированных или профессиональных. Так, квалифицированные инвесторы должны обладать сбережениями в размере 12 млн руб. (6 млн при условии наличия, например, квалификационного аттестата), а профессиональные – 300 млн руб. (150 млн при условии наличия, например, квалификационного аттестата).

Мы считаем, что при принятии решения об отнесении клиента к квалифицированным следует придерживаться гибкого подхода, основанного на комбинации знаний, опыта и оценки финансового положения, уже используемого в настоящее время. Так, наличие аттестата специалиста финансового рынка, сертификата CFA/ACCA/CIA/CIMA, а также наличие опыта инвестирования не менее одного года может позволить клиенту перейти в категорию квалифицированных без соблюдения требований к величине активов. Вместе с тем наличие депозита у брокера в размере 600 тыс. руб. может позволить клиенту перейти в категорию квалифицированного инвестора при наличии опыта инвестирования в течение шести месяцев (по аналогии с действующими правилами отнесения клиента к категории КПУР). Определенный уровень финансового положения может позволить отнести клиента к категории квалифицированных без подтверждения наличия опыта/знаний либо внесения средств брокеру. По нашему мнению, наличие средств в размере, превышающем 3 млн руб. (без учета единственного жилища), является достаточным основанием для такого отнесения.

Предложение о снижении критериев финансового положения, являющегося основанием для отнесения инвестора к квалифицированным, основано на подходе, используемом за рубежом. Действительно, зарубежное регулирование обеспечивает дополнительную защиту инвесторам, считающимся небогатыми в соответствующей стране, вероятно, по той причине, что государство несет моральную ответственность за наименее обеспеченную часть населения. Квалифицированными инвесторами, таким образом, признаются лица, считающиеся состоятельными в той или иной стране, то есть имеющие сбережения свыше определенного порога. Однако в разных странах разные критерии состоятельности и границы «богатства» различны. В этой связи, мы сравнили уровень сбережений населения некоторых стран на основе данных Credit Suisse Global Wealth Databook¹⁷ за 2015 год с требованиями к активам «квалифицированных» инвесторов в этих странах. В США и КНР требования к активам квалифицированных инвесторов составляют примерно трехкратную величину среднего уровня благосостояния¹⁸. Во Франции и Великобритании такие требования составляют примерно двукратную величину среднего уровня благосостояния¹⁹. Предлагаемая величина депозита у брокера в размере 600 тыс. руб. примерно соответствует трехкратной величине среднего объема денежных накоплений граждан в России (около 170 тыс. руб. по данным Росстата), а 3 млн руб. – двадцатикратной величине²⁰. Таким образом, предлагаемые нами требования соответствуют или являются более строгими, чем на развитых рынках.

В) Профессиональный клиент – это, прежде всего, финансовая организация, например, в соответствии с установленным в настоящее время перечнем квалифицированных инвесторов в силу закона, а также нефинансовая организация или

¹⁶ См., напр., FCA Handbook COBS 3.5.

¹⁷ <https://www.credit-suisse.com/ch/en/about-us/research/research-institute/publications.html>

¹⁸ Имеется в виду соотношение требований к аккредитованным инвесторам в США (\$1 млн без учета основного жилища), инвесторам, имеющим возможность открывать счета для маржинальной торговли в КНР, и среднего уровня благосостояния.

¹⁹ Имеется в виду соотношение требований к elective professional client (размер инвестиционного портфеля не менее 500 тыс. евро) и среднего уровня благосостояния.

²⁰ http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/population/level/

физическое лицо, соответствующие определенным требованиям. Это соответствует понятиям *eligible counterparty*²¹ в регулировании ЕС, а также *qualified institutional buyer* в регулировании США²². На эту категорию клиентов не распространяются требования об определении инвестиционного профиля клиента, раскрытия информации о рисках и ограничения, связанные с кругом доступных инструментов.

По нашему мнению, для получения статуса профессионального клиента нефинансовая организация должна удовлетворять требованиям к размеру капитала и наличию специализированного казначейского подразделения. Физические лица могут претендовать на статус профессионального клиента при условии внесения брокеру депозита в размере не менее 6 млн руб. и наличия аттестата специалиста финансового рынка, сертификата CFA/ACCA/CIA/CIMA либо наличия опыта инвестирования не менее трех лет.

Таблица 1 Категории инвесторов

	Неквалифицированный инвестор	Квалифицированный инвестор	Профессиональный инвестор
Опыт	Нет	1 год операций на финансовом рынке, или 6 мес. при величине депозита >600 тыс. руб.	Для физлиц – не менее трех лет при размере депозита >6 млн руб.
Знания	Нет	Аттестат специалиста финансового рынка или CFA/ACCA/CIA/CIMA	Для юрлиц – наличие казначейского подразделения; Для физлиц – аттестат специалиста финансового рынка или CFA/ACCA/CIA/CIMA при размере депозита >6 млн руб.
Финансовое положение	Нет	3 млн руб. (без учета стоимости единственного жилья)	Для физлиц – размер депозита >6 млн руб. при наличии опыта >3 лет или аттестата специалиста финансового рынка или CFA/ACCA/CIA/CIMA

По нашим оценкам, основанным на данных о структуре рынка вкладов по суммовым градациям на 01.04.2015 (с поправками на «раздробление» вкладов по разным банкам),²³ которые свидетельствуют об уровне сбережений населения, в случае реализации нашего предложения на получение статуса квалифицированного или профессионального инвестора смогут рассчитывать не более 2,7% населения России. При этом проекции о числе профессиональных инвесторов явно находятся в пределах статистической погрешности.

3. Требования и ограничения в зависимости от категории клиента

В зависимости от категории, к которой относится тот или иной клиент, определяются ограничения на финансовые инструменты, которые он может приобретать, возможность совершения маржинальных и необеспеченных операций, требования об определении соответствия финансового инструмента (операции) инвестиционному профилю и к раскрытию информации.

²¹ См., напр., FCA Handbook COBS 3.6.

²² SEC Rule 144A.

²³ http://www.cbr.ru/publ/MoneyAndCredit/matovnikov_09_15.pdf

3.1 Ограничения на инструменты

Доклад предусматривает разрешение неквалифицированным инвесторам приобретать только наиболее простые и наименее рискованные финансовые инструменты, перечень которых определен на законодательном уровне, а также запрет на совершения такими инвесторами необеспеченных сделок. Одновременно Доклад предлагает ввести требование о необходимости получения неквалифицированным инвестором инвестиционной рекомендации для совершения им иных, кроме прямо разрешенных, операций.

Наш анализ зарубежного опыта категоризации инвесторов не нашел подтверждения наличию запретов на уровне государственного регулирования на целые типы финансовых инструментов или классы активов для инвесторов, а также определения круга инструментов, разрешенного инвесторам в зависимости от их категории, как это предлагается в Докладе. Вместе с тем, определенные ценные бумаги, в том числе паи фондов коллективных инвестиций, могут быть ограничены в обращении эмитентом для различных категорий инвесторов. Например, в случае размещения ценных бумаг эмитента только среди «аккредитованных инвесторов» в США, в соответствии с Regulation D, ценные бумаги освобождаются от регистрации в SEC, а на эмитента не распространяются правила о раскрытии информации публичной компанией. При этом физические лица считаются аккредитованными инвесторами в случае, если они располагают активами свыше \$1 млн или ежегодным доходом свыше \$200 тыс. Термин “qualified institutional buyer” используется в Rule 144A – исключение из требования закона 1933 года о регистрации ценных бумаг для выпусков, которые адресуются QIBs в рамках закрытой подписки. При этом номинал одной акции не может быть меньше \$500 тыс. Исключение используется в основном иностранными компаниями, предлагающими ценные бумаги институциональным инвесторам в США. Перечень участников рынка commercial paper в США также ограничен только QIBs.

Таким образом, по общему правилу в США инициатива ограничить круг потенциальных приобретателей исходит от эмитента, который при этом может избежать требований о регистрации проспекта ценных бумаг (в том числе паев) и последующего раскрытия информации.

Аналогичный подход реализован в ЕС. Определенные инструменты могут быть предназначены эмитентом для квалифицированных клиентов в соответствии с директивами UCITS²⁴ и AIFMD²⁵. Кроме того, MiFID II вводит требования к эмитенту («производителю») продукта заранее определять целевую аудиторию (Target Market): адресован ли он розничным или профессиональным клиентам²⁶.

Мы предлагаем использовать такой же подход в российском регулировании. Уже сегодня, в соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг», на ценные бумаги, предназначенные квалифицированным инвесторам, не распространяются требования, предъявляемые к публичному размещению и обращению. Также, в соответствии с Федеральным законом «Об инвестиционных фондах», требования о раскрытии информации не распространяются на ПИФы для квалифицированных инвесторов. Кроме того, в соответствии с проектом указания Банка России о составе и структуре активов ПИФ, в активы ПИФ для квалифицированных инвесторов может входить практически любое имущество, и к таким фондам не применяются требования о наличии «подушки ликвидности», концентрации риска и др.

Докладом предлагается предоставить неквалифицированному инвестору приобретение финансовых инструментов и совершения операций, за пределами круга

²⁴ Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive 2009/65/EC.

²⁵ Alternative Investment Fund Managers Directive 2011/61/EU.

²⁶ Статья 16 Директивы ЕС 2014/65/EU.

прямо разрешенных для неквалифицированных инвесторов, при условии получения рекомендации финансового (инвестиционного) советника. Однако в этом случае советник должен «определить наиболее подходящую [клиенту] инвестиционную стратегию (набор финансовых инструментов), что позволит избежать непредвиденных убытков, связанных с возможным непониманием рисков инвестирования»²⁷. Таким образом, даже если клиент хочет приобрести конкретный инструмент, ему это будет позволено только в комбинации с другими инструментами, снижающими риск первого. Мы согласны, что в случае если клиент обратился к советнику именно за формированием стратегии, эти требования являются разумными. Однако при желании приобрести конкретный инструмент такое требование является фактически запретом и противоречит принципу *appropriateness* и мы не можем его поддержать.

Мы не возражаем против возможности привлечения финансового (инвестиционного) советника для совершения неквалифицированным инвестором операций за пределами круга прямо разрешенных ему законом, однако считаем достаточной оценку этой операции инвестиционному профилю клиента, а также предлагаем дополнить ее возможностью совершения таких операций без привлечения советника, при условии оценки инвестиционного профиля такого клиента брокером. При этом ряд операций могут осуществляться клиентом без определения инвестиционного профиля. К таким операциям, по нашему мнению, следует отнести:

- сделки с допущенными к организованным торгам ценными бумагами и/или иностранной валютой;
- сделки с облигациями, в т. ч. с еврооблигациями российских эмитентов с наличием кредитного рейтинга, обращающимися на внебиржевом рынке;
- сделки с инвестиционными паями открытых паевых инвестиционных фондов.

Круг этих инструментов должен быть разрешен неквалифицированным инвесторам на законодательном уровне. Во всех иных случаях должно требоваться изучение инвестиционного профиля клиента и оценка соответствия финансового инструмента, на операцию с которым подано поручение, инвестиционному профилю. В категорию инструментов, при осуществлении сделок с которыми должен быть определен инвестиционный профиль, попадут преимущественно инструменты срочного биржевого рынка, в том числе зарубежные, а также внебиржевые продукты такие как, например, структурные ноты, ПФИ, предлагаемые форекс-дилерами, еврооблигации, не допущенные к торгам.

Это предложение основано на подходе Доклада, поскольку предполагает оценку соответствия инструмента и операции инвестиционному профилю клиента как финансовым (инвестиционным) советником, так и брокером, а также, применительно к брокеру, лучше соответствует принципу *appropriateness* в соответствии с MiFID.

Требует дополнительного обсуждения вопрос о доступности инвесторам иностранных ценных бумаг. Доступ для неквалифицированных инвесторов тех иностранных ценных бумаг, которые допущены к организованному обращению в России²⁸, должен быть сохранен. Однако следует рассмотреть вопрос о расширении такого доступа, разрешив неквалифицированным инвесторам доступ к иностранным ценным бумагам, которые допущены к организованным торгам, например, в странах ОЭСР. Необходимо также рассмотреть вопрос об отказе и от иных запретов на предложение и приобретение финансовых инструментов, содержащихся в настоящее время в законодательстве, которые были вызваны отсутствием более гибкого регулирования, которое в настоящее время обсуждается в Докладе.

²⁷ Стр. 11 Доклада

²⁸ Ч. 14 ст. 51¹ Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

3.2 Ограничения на совершение маржинальных и необеспеченных операций

Докладом предлагается введение полного запрета на совершение маржинальных (необеспеченных) операций неквалифицированными инвесторами и ограничение плеча для квалифицированных на уровне 1:3. Мы не согласны с предлагаемыми ограничениями.

По нашему мнению, неквалифицированный инвестор должен иметь право совершать необеспеченные операции после уведомления брокером о рисках совершения таких операций и с минимальным плечом, на уровне требований, сегодня применяющихся к клиентам со стандартным уровнем риска²⁹. Такой подход соответствует мировой практике³⁰. Квалифицированный инвестор может совершать маржинальные операции с повышенным плечом, размер которого зависит от ставок и коэффициентов клиринговой организации и определяется в порядке, который в настоящее время предусмотрен для операций клиента с повышенным уровнем риска³¹, что в целом соответствует требованиям FINRA к portfolio margin³².

Для профессионального клиента брокер вправе по собственному усмотрению определить уровень обеспечения при совершении необеспеченных сделок.

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.

3.3. Определение инвестиционного профиля и информирование клиентов

Как говорилось выше, при получении поручения от неквалифицированного инвестора, например, на совершение срочной операции или приобретение внебиржевого финансового инструмента, брокер должен определять инвестиционный профиль клиента. Правила определения инвестиционного профиля должны, по нашему мнению, устанавливаться стандартами СРО, при этом НАУФОР уже имеет такой опыт³³. Инвестиционный профиль клиента должен определяться как инвестиционные цели клиента на определенный период времени и риск возможных убытков, связанных с доверительным управлением ценными бумагами и денежными средствами, который клиент способен нести за тот же период времени. Информация, которая, по нашему мнению, является релевантной для определения инвестиционного профиля, это информация, в том числе, о возрасте, доходах и расходах, сбережениях, опыте и знаниях в области инвестирования, а также о целях инвестирования, например, спекулятивные цели, либо систематическое или разовое получение дохода. Также ключевым параметром профиля неквалифицированного инвестора является толерантность к риску, например, размер доли депозита, которую клиент может себе позволить потерять.

Мы считаем, что возложение на брокера обязанности по проверке достоверности сведений, равно как и их периодического обновления, представляется избыточным. Брокер в состоянии достоверно изучить лишь информацию об операциях своих клиентов. Информация, которая отсутствует у брокера, декларативно предоставляется клиентом и не нуждается в проверке брокером. Бремя ответственности за достоверность предоставляемой информации и ее обновление в случае, например, ухудшения

²⁹ В соответствии с Указанием Банка России от 18.04.2014 №3234-У.

³⁰ FINRA Rule 4210 и Regulation T.

³¹ В соответствии с Указанием Банка России от 18.04.2014 №3234-У.

³² FINRA Rule 4210 и Regulation T.

³³ См., напр., Методические рекомендации НАУФОР по порядку определения управляющим инвестиционного профиля клиента доверительного управления ценными бумагами.

финансового положения либо аннулирования квалификационного аттестата лежит на клиенте. На развитых зарубежных рынках не существует требований ни к проверке достоверности сведений брокером, ни к их регулярному обновлению³⁴.

При выявлении несоответствия операции, на совершение которой подано поручение неквалифицированным инвестором, или инвестиционного продукта инвестиционному профилю, брокер должен иметь право выбора одного из следующих решений:

1. отказать в исполнении поручения клиента; либо
2. уведомить клиента о ее несоответствии инвестиционному профилю, а также предоставить уведомление о рисках соответствующего финансового инструмента и операции в стандартизированной форме, и в том случае, если клиент настаивает на совершении операции, исполнить его поручение.

Следует отметить, что Докладом предлагается наделение Банка России правом мотивированного суждения для оценки предложенных продуктов и услуг инвестиционному профилю клиента. Это противоречило бы предложению об установлении требований к инвестиционному профилю и определению соответствия инструментов профилю на уровне стандартов СРО, и означало бы применение Банком России стандартов СРО. Мы предлагаем закрепить указанные полномочия за СРО в части применения мер дисциплинарной ответственности, имея в виду, что при привлечении к гражданской ответственности они могут использоваться судами. Следует отметить, что действующие стандарты НАУФОР об информировании клиента о рисках уже признаются судебной практикой в качестве устоявшегося правового обычая³⁵.

Стандарты составления уведомлений о рисках финансовых инструментов (операций), в том числе «паспортов финансовых продуктов» должны определяться СРО. При этом СРО должны быть установлены требования к процедуре уведомления клиента для обеспечения ясности и полноты получаемой клиентом информации.

Следует отметить, что Докладом признается неэффективным механизм информирования клиента о возможных убытках путем предоставления ему декларации о рисках, заложенный в стандартах СРО. По нашему мнению, для такой оценки нет оснований, поскольку стандартизация СРО только началась и требование об обязательном членстве в СРО, которое позволяет подчинить членов СРО ее стандартам, вступило в силу лишь недавно. По существу мы согласны, что брокер должен уведомлять клиента: (а) об общих рисках операций на рынке ценных бумаг; (б) о рисках маржинальных и необеспеченных сделок; (в) о рисках операций с производными финансовыми инструментами; (г) о рисках сделок с иностранными финансовыми инструментами. Такое информирование об «общих» рисках уже предусмотрено Стандартами НАУФОР³⁶.

Вместе с тем важным является утверждение стандартов информирования клиента о сути и рисках отдельных продуктов, при продаже которых требуется определение инвестиционного профиля, например, структурных нот, не допущенных к организованным торгам. Стандарты СРО должны устанавливать правила составления «паспортов» таких финансовых продуктов.

Подходы к разработке стандартов раскрытия информации и составления указанных «паспортов» должны основываться на уроках из бихевиористики и быть направленными на создание эффективных условий принятия инвестиционных решений. По нашему мнению, раскрытие информации о финансовых продуктах и услугах должно быть:

1. лаконичным и простым для исключения «перегрузки» инвестора информацией, тем более с учетом сложности восприятия технической информации, требующей специальных профессиональных знаний;

³⁴ См. FCA Handbook COBS 3.5.8.

³⁵ Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 15 июня 2016 г. N 09АП-19571/2016-ГК.

³⁶ Стандарт НАУФОР «Информирование клиента о рисках».

2. предельно ясным в части раскрытия информации о рисках и доходности для исключения чрезмерно оптимистичных ожиданий инвестора;
3. содержательным и объясняющим суть конкретного финансового продукта в широком контексте рынка финансовых услуг для принятия инвестором информированного решения;
4. подано в форме, которая не вызывает отторжения, а наоборот провоцирует интерес к изучению за счет понятной инфографики и других визуальных приемов;
5. протестировано на предмет восприятия и понимания информации инвесторами;
6. максимально стандартизованным для разных продуктов и услуг для простоты сопоставления продуктов разных провайдеров/сегментов рынка, а также исключения манипуляции с информацией.

Таблица 2 Требования и ограничения исполнения поручения брокером в зависимости от категории клиента

	Неквалифицированный инвестор	Квалифицированный инвестор	Профессиональный инвестор
Биржевой фондовый рынок, облигации, валюта, ОПИФ	Да ³⁷	Да	Да
Биржевой срочный рынок	После определения инвестиционного профиля клиента и уведомления в случае несоответствия	Да	Да
Внебиржевые инструменты, ЗПИФ	После определения инвестиционного профиля клиента и уведомления в случае несоответствия ³⁷	Да	Да
Маржинальная торговля	Да, стандартный уровень риска	Да, повышенный уровень риска	Да, особый уровень риска
Раскрытие информации об общих рисках	Да	Нет	Нет
Раскрытие информации о рисках отдельных внебиржевых инструментов	Да	Да	Нет
Определение инвестиционного профиля	При рекомендации продукта брокером, при подаче поручения на совершение операции на срочном рынке, при подаче поручения на совершение операции с внебиржевым инструментом	При рекомендации продукта брокером	При рекомендации продукта брокером (без учета толерантности к риску)

4. Ответственность брокера

Докладом предлагается введение ответственности брокеров, вплоть до лишения лицензии, за нарушение требований, связанных с категоризацией инвесторов и допустимыми операциями. По нашему мнению, нет необходимости вводить специальную ответственность (за исключением, возможно, административной), поскольку введение новых требований само по себе предполагает применение действующих правил об

³⁷ За исключением предназначенных эмитентом (УК ПИФ) для квалифицированных инвесторов.

ответственности, в том числе возможность лишения лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг.