



Банк России

Центральный банк Российской Федерации



**ИЮНЬ
2016**

**Доклад
для общественных
консультаций**

**СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ СИСТЕМЫ ЗАЩИТЫ
ИНВЕСТОРОВ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ
ПОСРЕДСТВОМ ВВЕДЕНИЯ РЕГУЛИРОВАНИЯ
КАТЕГОРИЙ ИНВЕСТОРОВ И ОПРЕДЕЛЕНИЯ
ИХ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОФИЛЯ**

МОСКВА

Комментарии по докладу ожидаются не позднее 15 августа 2016 года в электронной форме по адресу e-mail: lomakinpn@cbr.ru.

Содержание

ВВЕДЕНИЕ	3
1. СОВРЕМЕННАЯ СИТУАЦИЯ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ	5
1.1. Классификация инвесторов	5
1.2. Требования к совершению сделок на финансовом рынке по типам инвесторов	9
1.3. Информирование клиентов	13
1.4. Реклама финансовых инструментов	17
2. ПОВЫШЕНИЕ ДОВЕРИЯ НАСЕЛЕНИЯ К ФИНАНСОВОМУ РЫНКУ ПОСРЕДСТВОМ ВНЕДРЕНИЯ МЕХАНИЗМА ПО ОПРЕДЕЛЕНИЮ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОФИЛЯ.....	19
2.1. Инвестиционный профиль	19
2.2. Инвестиционная стратегия (рекомендация)	23
2.3. Ответственность за определение инвестиционного профиля	28
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	32

ВВЕДЕНИЕ

В рамках реализации полномочий по развитию финансового рынка Российской Федерации и обеспечению стабильности его функционирования Банком России разработаны Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2016-2018 годов. Одной из приоритетных целей развития финансового рынка на период 2016-2018 годов является повышение уровня и качества жизни граждан Российской Федерации за счет использования инструментов финансового рынка. Использование гражданами инструментов финансового рынка в первую очередь должно быть направлено на удовлетворение их потребностей и осуществляться с обеспечением защиты прав потребителей финансовых услуг, а также с реализацией комплекса мер по повышению доступности финансовых услуг и уровня финансовой грамотности населения Российской Федерации.

Одним из направлений достижения указанной цели является совершенствование системы защиты инвесторов на финансовом рынке, в рамках реализации которого Банком России был изучен соответствующий опыт ряда зарубежных стран (США, Европейского союза, Израиля, а также Бразилии, Мексики и других динамично развивающихся стран). В данных странах в рамках защиты клиентов инвестиционные компании определяют инвестиционный профиль клиентов в целях определения инвестиционных целей и приемлемых для таких клиентов рисков.

В свою очередь законодательство Российской Федерации, устанавливая критерии «квалифицированного инвестора по признанию», не учитывает его способность к пониманию финансового продукта, а также его индивидуальные потребности.

Одной из важнейших проблем, препятствующих удовлетворенности населения при инвестировании на финансовом рынке, является недостаточный уровень финансовой грамотности для использования сложных финансовых инструментов. Нередко именно отсутствие необходимых знаний и практических навыков является причиной разочарования от убытков, которые гражданин не мог предвидеть при осуществлении инвестиционной деятельности на финансовом рынке, поскольку не в полной мере осознавал все возможные последствия инвестирования. Инвестор, не обладающий специальными знаниями и опытом работы на финансовых рынках, а также свободными денежными средствами в значительном объеме, рискует необходимыми для него средствами и является слабой стороной, поэтому нуждается в особом механизме защиты своих прав на финансовом рынке.

Несоответствие финансового продукта/услуги, предлагаемого гражданину, его реальным потребностям и ожиданиям порождает негативный эффект с последующей потерей доверия гражданина к финансовому рынку в целом. Такое недоверие передается широкому кругу потенциальных потребителей финансовых услуг, в том числе через средства массовой информации и социальные сети гораздо активнее, чем позитивная информация, что существенно снижает общий уровень доверия населения к финансовой системе страны. Предложение населению доступных для понимания финансовых инструментов и услуг предполагает их стандартизацию, а также предоставление возможности осуществления конкурентного и эффективного выбора.

В настоящее время защита прав инвесторов на финансовом рынке, не обладающих знаниями и (или) навыками работы на финансовом рынке, сводится к отнесению таких лиц к категории неквалифицированных инвесторов и установлению для них ограничений (запретов) по инвестированию в определенный перечень сложных финансовых инструментов. В свою очередь проблемы при осуществлении защиты прав инвесторов в текущих условиях заключаются как в отсутствии у них достаточного уровня знаний и навыков, так и в бизнес-моделях поставщиков финансовых услуг, которые зачастую не предполагают достаточного уровня заинтересованности в положительном результате инвестиционной деятельности их клиентов вплоть до прямого обмана в целях присвоения денежных средств клиентов путем создания финансовой пирамиды.

Таким образом, можно выделить следующие основные проблемы, связанные с инвестиционной деятельностью лиц, не являющихся в соответствии с российским законодательством квалифицированными инвесторами.

1. Недостаточный уровень финансовой грамотности значительной части клиентов финансовых организаций, непонимание ими характеристик финансовых инструментов, принципов рыночного ценообразования на сложные финансовые инструменты, доступные в том числе неквалифицированным инвесторам, а также отсутствие четкого формулирования своих потребностей и инвестиционных целей. Несоответствие выбираемых инвестором инструментов для инвестирования его возможностям, ожиданиям и приемлемому уровню риска порождает неудовлетворенность предлагаемыми на финансовом рынке продуктами и услугами.

2. Низкий уровень финансовой дисциплины существенной доли клиентов финансовых организаций. Для инвестора важно не только обладать определенными познаниями в сфере финансового рынка, но и придерживаться ответственного финансового поведения. Инвесторы, не имеющие правильных поведенческих паттернов относительно финансовых услуг, готовы пойти на инвестиции с высоким уровнем риска, не принимая во внимание все возможные негативные последствия такого инвестирования. Зачастую, рискуя необходимым в попытке получить избыточное, такие инвесторы сталкиваются с серьезными финансовыми трудностями.

3. Непредоставление или предоставление клиенту неадекватной (с точки зрения полноты, понятности, достоверности) информации в отношении возможных рисков при инвестировании на финансовом рынке, прежде всего при использовании заемных средств. Агрессивно рекламируемые финансовые инструменты в реальности часто не соответствуют ожиданиям граждан, содержание рекламы не содержит сведений о предназначении данных инструментов, их соответствии инвестиционным целям и горизонту инвестирования клиента, уровню информированности и благосостояния человека.

4. Формальное или недобросовестное присвоение финансовыми компаниями своим клиентам статуса квалифицированного инвестора. При этом гражданин, не обладая достаточной информацией о возможных последствиях инвестирования в финансовые инструменты, предназначенные для квалифицированных инвесторов, зачастую с легкостью соглашается на покупку рискованных инвестиционных продуктов в ожидании быстрой доходности. Между тем ожидания клиентов, как правило, не соответствуют реальному финансовому результату.

5. Отсутствие заинтересованности у посредника в получении клиентом лучшего финансового результата со стороны компаний и лиц, предлагающих инвестиционные продукты, что повышает риски финансовых убытков клиента, а также снижает интерес и мотивацию инвесторов к долгосрочным инвестициям.

6. Формирование на фоне привлекательной рекламы или недостоверной информации у неопытного инвестора упрощенного и ложного представления о финансовом рынке. В погоне за высокой доходностью и кажущейся простотой и легкостью заработка на финансовом рынке население рискует необходимыми для жизни денежными средствами, обращаясь к компаниям, которые по сути «торгуют мечтой». В зоне особого риска находятся наиболее социально уязвимые группы населения. В дальнейшем такие факторы приводят к формированию недоверия населения к финансовым услугам.

7. Нежелание клиента знакомиться с условиями договора на оказание услуг на финансовом рынке. В частности, клиенты брокеров, подписав договор присоединения, зачастую пренебрегают ознакомлением с ним, поскольку в документе, содержащем специальную лексику и большой объем текста, отсутствуют необходимые клиенту ясность и простота.

Для решения данных проблем Банк России по итогам анализа современной ситуации на отечественном рынке и на основе изученного международного опыта выделил основные направления совершенствования российского законодательства, представленные в настоящем докладе. Профессиональному сообществу предлагается обсудить данный доклад и принять участие в выработке ключевых подходов по решению перечисленных выше основных проблем.

1. СОВРЕМЕННАЯ СИТУАЦИЯ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

1.1. Классификация инвесторов

В настоящее время одним из механизмов защиты прав и интересов инвесторов на финансовом рынке является их разделение на квалифицированных и неквалифицированных, с тем чтобы оградить лиц, не обладающих знаниями и (или) навыками работы на финансовом рынке, от рисков, которые они не способны понять и оценить (следовательно, их ожидания с большой вероятностью не будут удовлетворены).

В российском законодательстве о рынке ценных бумаг дано определение понятия «квалифицированный инвестор». К квалифицированным инвесторам относятся следующие лица:

– лица, указанные в пункте 2 статьи 51.2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» (квалифицированные инвесторы в силу закона);

– лица (в том числе физические), признанные таковыми по их заявлению брокерами, управляющими и управляющими компаниями паевого инвестиционного фонда, при условии их соответствия требованиям, установленным Федеральным законом «О рынке ценных бумаг»¹ и Указанием Банка России «О признании лиц квалифицированными инвесторами и порядке ведения реестра лиц, признанных квалифицированными инвесторами»² (квалифицированные инвесторы в силу признания).

Так, например, к физическим лицам нормативный акт Банка России³ установил следующие требования:

1) Общая стоимость ценных бумаг, которыми владеет это лицо, и (или) общий размер обязательств из договоров, являющихся производными финансовыми инструментами и заключенных за счет этого лица,⁴ – не менее 6 млн рублей.

2) Опыт работы⁵ в организации, которая совершала сделки с ценными бумагами и (или) заключала договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами, – два года (в организации – квалифицированном инвесторе в силу закона), три года (в иных организациях).

3) Совершение сделок с ценными бумагами и (или) заключение договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, – при совокупной цене в 6 млн руб. (за последние четыре квартала не реже 10 раз в квартал, но не реже одного раза в месяц).

4) Размер имущества, принадлежащего лицу, – 6 млн руб. (виды учитываемого имущества указаны в нормативном акте Банка России⁶).

⁴ Рассчитанные в порядке, предусмотренном пунктом 2.4 Указания Банка России от 29.04.2015 № 3629-У «О признании лиц квалифицированными инвесторами и порядке ведения реестра лиц, признанных квалифицированными инвесторами».

⁵ При определении необходимого опыта работы учитывается работа в течение пяти лет, предшествующих дате подачи заявления о признании квалифицированным инвестором, непосредственно связанная с совершением операций с финансовыми инструментами, в том числе по принятию решений о совершении сделок, подготовке соответствующих рекомендаций, контролю за совершением операций, анализом финансового рынка, управлением рисками.

⁶ При этом учитывается только следующее имущество:

- денежные средства, находящиеся на счетах и (или) во вкладах (депозитах) и суммы начисленных процентов;
- требования к кредитной организации выплатить денежный эквивалент драгоценного металла по учетной цене соответствующего драгоценного металла;
- ценные бумаги, предусмотренные пунктом 2.3 Указания Банка России от 29.04.2015 № 3629-У «О признании лиц квалифицированными инвесторами и порядке ведения реестра лиц, признанных квалифицированными инвесторами», в том числе переданные физическим лицом в доверительное управление.

¹ Пункт 2 статьи 51.2 Федерального закона от 22.04.1995 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

² Глава 2 Указания Банка России от 29.04.2015 № 3629-У «О признании лиц квалифицированными инвесторами и порядке ведения реестра лиц, признанных квалифицированными инвесторами».

³ Указание Банка России от 29.04.2015 № 3629-У «О признании лиц квалифицированными инвесторами и порядке ведения реестра лиц, признанных квалифицированными инвесторами», принятое в развитие части 7 статьи 51.2 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

5) Образование – высшее экономическое⁷ или квалификационный аттестат специалиста финансового рынка/аудитора/страхового актуария, или сертификаты CFA/CIIA/FRM.

Физическое лицо признается квалифицированным инвестором в случае, если отвечает одному из перечисленных выше требований.

Вместе с тем соответствие одному из указанных критериев не всегда гарантирует необходимый уровень понимания таким инвестором характеристик, особенностей и рискованности финансовых инструментов, предназначенных для квалифицированных инвесторов.

Так, например, вложив однажды накопления в ценные бумаги на определенную сумму, инвестор может не приобрести необходимого опыта для совершения сделок со сложными финансовыми инструментами, а также способности к оценке рисков по указанным сделкам. Более того, ранее сделанные инвестиции могут быть неудачными, в свою очередь негативный опыт не означает приобретение знаний.

Кроме того, существуют практики формального подхода к признанию лица квалифицированным инвестором, например путем заключения между ним и финансовой организацией сделок, в соответствии с которыми на счета депо клиентов зачисляются ценные бумаги на сумму немногим более 3 млн рублей. На счете депо клиента на конец дня фиксируется наличие ценных бумаг, а на следующий день ценные бумаги списываются.

Высшее экономическое образование без соответствующего опыта работы на финансовом рынке также не всегда свидетельствует о наличии необходимого уровня понимания функционирования современного финансового рынка.

Кроме того, обязанность лица, осуществляющего признание квалифицированным инвестором, не реже одного раза в год проводить проверку лиц, признанных квалифицированными инвесторами, и требовать от них подтверждения соблюдения соответствующих нормативов, предусмотрена законодатель-

⁷ Высшее экономическое образование, подтвержденное документом государственного образца Российской Федерации о высшем образовании, выданным образовательной организацией высшего профессионального образования, которая на момент выдачи указанного документа осуществляла аттестацию граждан в сфере профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

ством⁸ только в отношении юридических лиц. В отношении физических лиц аналогичной обязанности нет.

Таким образом, существующее в настоящее время разделение лиц на квалифицированных и неквалифицированных инвесторов не в полной мере обеспечивает надежную защиту лиц, не обладающих достаточным уровнем финансовой грамотности и финансовыми возможностями, при инвестировании на финансовом рынке. Также указанное разделение инвесторов не учитывает индивидуальных потребностей клиентов финансовых организаций.

В международной практике нет единого подхода к классификации инвесторов, однако в большинстве рассмотренных стран, в том числе в странах Европейского союза, а также в наиболее динамично развивающихся странах Латинской Америки⁹, превосходящих Россию по показателю «Защита инвесторов» в рейтинге Doing Business¹⁰ – Бразилии и Мексике, выделено три типа инвесторов (таблица 1.1.1).

Стоит отметить, что, например, в государствах – членах ЕС при квалификации инвестора в качестве профессионального клиента учитываются его опыт и знания, необходимые для самостоятельного принятия инвестиционных решений и проведения соответствующей оценки и принятия рисков (опыт работы на профессиональной основе в финансовом секторе от одного года, соответствующая должность). Также в международной практике при отнесении инвестора к определенной категории часто учитываются размер его активов и доход.

⁸ Пункт 3.7 Указания Банка России от 29.04.2015 № 3629-У «О признании лиц квалифицированными инвесторами и порядке ведения реестра лиц, признанных квалифицированными инвесторами»

⁹ Согласно сведениям, предоставленным Экономической комиссией Латинской Америки и Карибского бассейна (ECLAC), по состоянию на 2015 год Бразилия и Мексика являлись лидерами по количеству привлеченных иностранных инвестиций среди стран Латинской Америки и Карибского бассейна.

При этом, по данным доклада ЮНКТАД (The 2015 World Investment Report), в 2014 году среди развитых и развивающихся стран Бразилия занимала 6 место по объему ПИИ в размере 62 млрд долл. США, Мексика – 13 место (23 млрд долл. США). В свою очередь Россия находилась на 16 месте (21 млрд долл. США).

¹⁰ Согласно докладу Doing Business, опубликованному Всемирным банком в 2016 году, Бразилия и Мексика по показателю «Защита инвесторов» занимают в рейтинге 29 и 57 позиции соответственно, при этом Россия находится на 66 позиции.

Таблица 1.1.1

Виды инвесторов в зарубежных странах

№ п/п	ЕС	Бразилия	Мексика
1	Профессиональные клиенты (Professional clients)	Квалифицированные инвесторы (Investidor Qualificado)	Квалифицированные инвесторы (Inversionistas calificados)
2	Правомочные контрагенты (Eligible counterparties)	Профессиональные инвесторы (Investidor profesional)	Институциональные инвесторы (Inversionistas institucionales)
3	Розничные инвесторы (Retail investors)	Индивидуальные инвесторы (Individual investor clients)	Неквалифицированные инвесторы (Inversionistas calificados)

Немаловажно, что законодательствами зарубежных стран предусмотрен переход клиента из одной категории в другую.

В консультационном докладе предлагается пересмотреть подход к определению «квалифицированного инвестора», предусмотренный в российском законодательстве. Видится целесообразным осуществить разбивку инвесторов в зависимости от их уровня благосостояния и уровня знаний и (или) навыков работы на финансовом рынке на три основные категории (таблица 1.1.2):

1) *Неквалифицированные инвесторы* – лица, не обладающие необходимым уровнем знаний и (или) навыков работы на финансовом рынке или дохода/инвестиций. Поскольку указанная группа лиц имеет ограниченные сбережения, их потеря может стать причиной существенного ухудшения уровня жизни таких граждан. Для данной категории инвесторов представляется

целесообразным предусмотреть наиболее высокий уровень защиты и представлять наиболее надежные и менее рискованные инструменты для инвестирования.

2) *Квалифицированные инвесторы* – лица, обладающие средним уровнем знаний и (или) навыков работы на финансовом рынке и (или) благосостояния. Поскольку указанная группа инвесторов, с одной стороны, обладает определенными возможностями для осуществления инвестиций в сложные финансовые инструменты, с другой стороны, указанных возможностей недостаточно для обеспечения подбора наиболее подходящих инструментов для инвестирования, к данной категории инвесторов необходимо применять наиболее гибкий подход в регулировании.

3) *Профессиональные инвесторы* – лица, обладающие высоким уровнем знаний и (или) навыков работы на финансовом рынке и (или)

Таблица 1.1.2

Категории инвесторов по уровню специальных знаний/навыков и или благосостояния

Уровень специальных знаний / навыков	Высокий	Активное инвестирование (от 6 лет) и сертификат (все уровни) CFA/ACCA/CIA/CIMA и (или) опыт работы на руководящей должности в финансовой организации (и) или исполнение в такой организации функций, связанных с операциями на финансовом рынке (в совокупности не менее 6 лет)		
	Средний	Квалификационный аттестат и (или) активное инвестирование (от 2 лет) и (или) руководящая должность в финансовой организации (и) или исполнение в такой организации функций, связанных с операциями на финансовом рынке (от 2 лет)	Квалификационный аттестат (от 1 года) и (или) руководящая должность в финансовой организации и (или) исполнение в такой организации функций, связанных с операциями на финансовом рынке (от 1 года) и сбережения от 6 млн руб. при годовом доходе от 2 млн руб. (за последние 3 года)	Квалификационный аттестат и (или) активное инвестирование (от 1 года) и (или) опыт работы на руководящей должности в финансовой организации и (или) исполнение в такой организации функций, связанных с операциями на финансовом рынке (в совокупности не менее 1 года) и сбережения от 150 млн руб. при годовом доходе от 5 млн руб. (за последние 3 года)
	Низкий	Отсутствие необходимых навыков и (или) уровня сбережений	Сбережения от 12 млн руб. при годовом доходе от 4 млн руб. (за последние 3 года)	Сбережения от 300 млн руб. при годовом доходе от 10 млн руб. (за последние 3 года)
		Низкий	Средний	Высокий
Уровень благосостояния				

- Неквалифицированный инвестор
- Квалифицированный инвестор
- Профессиональный инвестор

благополучия. Данной категории инвесторов представляется целесообразным предоставить наибольшую свободу в принятии инвестиционных решений (без установления дополнительных требований по стандартизации продаж), при этом защита их прав будет осуществляться исключительно в судебном порядке.

Для обеспечения единообразия в подходах отнесения лиц к той или иной категории предлагается соответствующие критерии предусмотреть на уровне законодательства Российской Федерации, нормативных актов Банка России и стандартов СРО.

Вопросы

- 1.1.1. *Какие критерии, по вашему мнению, целесообразно использовать для отнесения лиц к той или иной категории инвесторов в отношении уровня благополучия и уровня специальных знаний/навыков?*
- 1.1.2. *Какие активы, с вашей точки зрения, могут быть учтены при определении уровня благополучия?*
 - А. *Денежные средства, ценные бумаги, недвижимость.*
 - Б. *Денежные средства и ценные бумаги.*
 - В. *Только денежные средства.*
 - Г. *Ваш вариант.*
- 1.1.3. *Какой размер указанных активов должен быть в наличии у гражданина для отнесения его к категории инвесторов с высоким и средним уровнем благополучия?*
- 1.1.4. *Полагаете ли вы целесообразным учитывать доходы и расходы членов семьи, а также наличие иждивенцев при определении уровня благополучия инвестора?*
- 1.1.5. *Какие требования к специальным знаниям, по вашему мнению, необходимо предусмотреть для отнесения лиц к категориям «квалифицированный инвестор», «профессиональный инвестор» (аттестат, сертификат, стаж, должность и так далее)?*
- 1.1.6. *Полагаете ли вы возможным предусмотреть более «мягкие» требования для отнесения лиц к категории «квалифицированного» и «профессионального инвестора» при одновременном наличии у них определенного уровня благополучия и уровня знаний/навыков?*
- 1.1.7. *С какой периодичностью и какие документы должны предоставляться физическими лицами для подтверждения их соответствия требованиям, предъявляемым к той или иной категории инвесторов?*

1.2. Требования к совершению сделок на финансовом рынке по типам инвесторов

Ограничение доступа к финансовым инструментам, предназначенным исключительно для квалифицированных инвесторов, призвано предотвращать убытки тех инвесторов, которые не в полной мере осознают рискованность соответствующих вложений и не готовы нести такие риски.

Так, например, согласно требованиям законодательства Российской Федерации¹¹ неквалифицированным инвесторам, как и неограниченному (неопределенному) кругу лиц, не могут предлагаться в любой форме и любыми средствами:

- ценные бумаги иностранных эмитентов, которые не допущены к публичному размещению и (или) публичному обращению в Российской Федерации;

- иностранные финансовые инструменты, не квалифицированные в качестве ценных бумаг;

- акции (инвестиционные паи) инвестиционных фондов, относящихся к категориям фондов прямых инвестиций, фондов особо рискованных (венчурных) инвестиций, кредитных фондов, хедж-фондов и фондов долгосрочных прямых инвестиций, а также иные инвестиционные паи закрытых и интервальных инвестиционных фондов, предназначенные для квалифицированных инвесторов (если это предусмотрено правилами доверительного управления таких фондов).

Профессиональные участники рынка ценных бумаг (брокеры, доверительные управляющие) не вправе приобретать иностранные финансовые инструменты, которые в соответствии с законодательством¹² не предназначены для широкого круга лиц, для клиентов (учредителей

управления), являющихся неквалифицированными инвесторами.

Если ценные бумаги иностранных эмитентов не допущены к публичному размещению и (или) публичному обращению в Российской Федерации, то на обращение таких ценных бумаг распространяются требования и ограничения, установленные законом для обращения ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов.

Помимо финансовых инструментов, недоступных в соответствии с российским законодательством неквалифицированным инвесторам, существует обширный перечень сложных инструментов, рискованность вложений в которые не всегда может быть объективно оценена неквалифицированным инвестором, что подтверждается поступающими в Банк России обращениями.

В целом понятие сложности финансовых инструментов является оценочным, в связи с чем в международной практике для определения сложности финансового инструмента используются определенные критерии. В частности, Европейское управление по надзору за рынком ценных бумаг (European Securities and Markets Authority – ESMA) выпустило рекомендации¹³, в которых закреплены критерии сложности и случаи, при которых финансовый продукт будет считаться сложным¹⁴. Указанные рекомендации включают следующие критерии финансового продукта:

- является деривативом или включает дериватив;

- имеет в основании активы или показатели, которые сложно оценить или оценка/стоимость которых не являются публично доступной информацией;

¹¹ Пункт 13 статьи 51.1 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

Статьи 4.1, 14.1 Федерального закона от 29.11.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах».

Положение о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов, утвержденное приказом ФСФР России от 28.12.2010 № 10–79/пз-н.

¹² Положение о квалификации иностранных финансовых инструментов в качестве ценных бумаг, утвержденное приказом ФСФР России от 23.10.2007 № 07–105/пз-н.

¹³ European Securities and Markets Authority «Enhanced Protection for Retail Investors: MiFID II and MiFIR» № ESMA/2014/726 of 30 June 2014. URL: http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-726_enhanced_protection_for_retail_investors_-_mifid_ii_and_mifir.pdf.

¹⁴ Примерами сложных финансовых продуктов являются ценные бумаги, обеспеченные активами (asset-backed securities, ABS), конвертируемые и субординированные облигации; депозитные сертификаты; контракты на разницу цен (contracts for difference, CFD); структурированные финансовые инструменты; кредитные ноты (credit-linked notes, CLN), свидетельства.

– имеет фиксированный срок инвестирования с предусмотренными штрафами за досрочный отказ от продукта, условия которого не изложены в ясной форме;

– в описании инвестиционного дохода по финансовому продукту используется множество переменных или сложные математические формулы;

– включает гарантии или защиту капитала, которые являются частичными или установленными под условием, или отменяемыми при наступлении определенных обстоятельств.

В Великобритании с 1 октября 2014 года Управлением по контролю за соблюдением правил поведения на финансовых рынках¹⁵ прямо запрещено¹⁶ обращение на розничном рынке (для неквалифицированных инвесторов) следующих финансовых инструментов:

– Contingent Convertible Securities (CoCos) – условно конвертируемые облигации. В случае финансовых трудностей у эмитента они автоматически преобразуются в обыкновенные или привилегированные акции;

– Mutual Society Shares – ценные бумаги, свидетельствующие о внесении в общество определенной суммы и предоставляющие право собственности на определенную долю в портфеле ценных бумаг фонда.

В Мексике ценные бумаги, которые не были публично размещены на территории страны, предлагаются только для квалифицированных инвесторов. Однако для каждой категории инвестора (квалифицированный, институциональный, неквалифицированный) установлен свой перечень активов, в которые он имеет право инвестировать. В Израиле неинституциональным инвесторам также доступны лишь инструменты, имеющие проспект, прошедшие процедуру листинга на Тель-Авивской фондовой бирже и соответствующие требованиям, предъявляемым биржей¹⁷ и законом¹⁸.

В ряде рассмотренных стран Европы и Америки используется аналогичная применяемой в России практика установления ограничений

по финансовым инструментам для инвестирования неквалифицированными инвесторами. Однако среди инструментов, доступных неквалифицированным инвесторам, существуют такие, в отношении которых механизм ценообразования не в полной мере понятен большому количеству неквалифицированных инвесторов. В то же время данные ограничения могут явиться преградой для тех инвесторов, которые в полной мере осознают сложные финансовые инструменты, однако формально не соответствуют критериям квалифицированного инвестора.

Граждане, отнесенные к категории неквалифицированных инвесторов, приобретая финансовые продукты, часто не могут понять их суть и оценить их риски, а финансовые институты с целью извлечения прибыли предлагают продукты без учета индивидуального подхода к каждому клиенту. С учетом совокупности этих факторов у потребителей формируется негативный опыт и, как следствие, недоверие к финансовому рынку в целом, а также к отдельным его институтам. В этой связи ограничения на приобретение неквалифицированными инвесторами высокорисковых финансовых инструментов направлены на повышение их доверия к финансовым рынкам и увеличению притока средств частных инвестиций.

Таким образом, в рамках предложенного подхода по категорированию инвесторов (раздел 1.1) представляется целесообразным предусмотреть следующие возможности по инвестированию:

1. Неквалифицированные инвесторы

Только наиболее простые и наименее рискованные финансовые инструменты, перечень которых определен на законодательном уровне. Кроме того, для снижения рисков инвестирования на финансовом рынке представляется целесообразным предусмотреть запрет инвестиционным компаниям совершать в интересах данной категории инвесторов необеспеченные сделки (запрет на предоставление обеспечения).

Вместе с тем на практике могут возникнуть случаи, когда клиент финансовой организации, формально не подходящий под критерии «квалифицированного инвестора» или «профессионального инвестора», имеет желание

¹⁵ Financial Conduct Authority (FCA).

¹⁶ CP14/23: Restrictions on the retail distribution of regulatory capital instruments.

¹⁷ TASE Trading guide.

¹⁸ Art. 15 SECURITIES LAW 5728–1968.

приобрести финансовый инструмент, несмотря на рискованность соответствующего вложения. В указанном случае клиенту будет необходимо определить наиболее подходящую ему инвестиционную стратегию (набор финансовых инструментов) через независимого финансового советника¹⁹, что позволит избежать непредвиденных убытков, связанных с возможным непониманием рисков инвестирования в сложные финансовые инструменты.

Таким образом, с учетом текущей ситуации, сформировавшейся на финансовом рынке, перспективным видится внедрение нового института – независимого финансового советника, заинтересованного в выборе оптимальной для клиента инвестиционной стратегии.

Финансовый советник может быть как юридическим лицом, так и индивидуальным предпринимателем, при этом он должен быть членом СРО в сфере финансового рынка. Также для предотвращения конфликта интересов финансового советника представляется целесообразным предусмотреть, что финансовый советник, предоставляющий услуги данной категории лиц, должен быть независимым либо принять меры, направленные на исключение конфликта интересов соответствующего подразделения.

В случае если клиент финансовой организации – неквалифицированный инвестор использует услуги независимого финансового советника в соответствии с заключенным договором и следует исключительно его официальным рекомендациям либо пользуется услугами индивидуального доверительного управления, то в определенных случаях такой клиент может быть признан финансовой организацией квалифицированным инвестором (квалифицированный инвестор по признанию). Однако приобретать финансовые продукты самостоятельно такой клиент сможет исключительно в рамках рекомендации финансового советника

ка. При работе с категорией неквалифицированных инвесторов необходимо предусмотреть ответственность как независимого финансового советника (за ненадлежащее исполнение обязанностей при оказании услуг по финансовому консультированию), так и участника финансового рынка (в случае продажи клиенту инструментов, не определенных соответствующей стратегией).

Кроме того, для защиты неквалифицированных инвесторов, в том числе тех, которые работают через финансового советника, эффективным представляется подход, в соответствии с которым Банк России будет наделен правом мотивированного суждения в части соотношения предложенных финансовым советником продуктов и услуг инвестиционному профилю клиента.

Также считаем, что первый уровень контроля за предложением (продажей) клиенту финансовой организации продуктов и услуг, соответствующих его уровню понимания, может осуществляться в рамках создания независимого специализированного арбитражного комитета, созданного на базе СРО.

В случае предложения и (или) продажи клиенту финансового инструмента с неприемлемым для него уровнем риска, а также в случае если «неквалифицированному инвестору» неправомочно был присвоен статус «квалифицированного инвестора» с целью продажи ему сложных финансовых инструментов, финансовый советник и (или) участник финансового рынка должны возмещать убытки, понесенные клиентом, за исключением упущенной выгоды. В свою очередь бремя доказывания приемлемости предложенного и (или) проданного клиенту финансового инструмента должно быть возложено на финансового советника и (или) участника финансового рынка.

При предложении и (или) продаже 2 (два) и более раз клиенту финансового инструмента, не соответствующего, например, его инвестиционному профилю, может быть предусмотрено исключение финансового советника и (или) финансовой организации из членства в СРО.

Другим важным вопросом является обеспечение надлежащего информирования клиента

¹⁹ Регулирование деятельности финансового (инвестиционного) советника предусматривается в проекте федерального закона № 1009203-6 «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и статью 3 Федерального закона «О саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка» (прежнее наименование законопроекта – «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и иные законодательные акты Российской Федерации в части регулирования деятельности финансовых советников»).

о предлагаемых ему финансовых инструментах в простой и доступной для понимания форме.

2. Квалифицированные инвесторы

Только те финансовые инструменты, которые соответствуют их инвестиционному профилю (подробная информация о нем представлена в главе 2) для осуществления инвестиций на финансовом рынке инвесторам указанной категории необходимо (в обязательном порядке) определять инвестиционный профиль. Вместе с тем в отношении данного вида инвесторов полагаем целесообразным реализовать принцип «последнее слово за клиентом», предоставив «квалифицированным инвесторам» возможность приобретать финансовые инструменты, не соответствующие их инвестиционному профилю, в случае если они настаивают на их приобретении и при условии, что они надлежащим образом проинформированы о рисках инвестирования в соответствующие инструменты. При этом для обеспечения качественного информирования клиентов о рисках инвестирования необходимо предусмотреть требования к простоте и понятности предоставляемой им информации на уровне стандартов СРО.

При этом бремя доказывания приемлемости риска предложенного и (или) проданного кли-

енту финансового инструмента по стандартной процедуре целесообразно возложить на финансового советника или участника финансового рынка. В свою очередь надлежащим доказательством приемлемости риска по проданным инструментам может являться согласие клиента с приобретением финансовых инструментов и готовностью нести риски по данному инструменту, подписанное собственноручно.

Также в целях снижения рисков инвестирования с использованием кредитного рычага для указанного типа инвесторов представляется уместным установить предельный размер плеча 1/3 (один к трем).

3. Профессиональные инвесторы

Любые виды финансовых инструментов (ограничения по инвестированию нецелесообразны). Определение инвестиционного профиля «профессионального инвестора» перед предложением ему финансовых инструментов должно быть правом самого «профессионального инвестора», а не обязанностью финансовой организации. Представляется нецелесообразным устанавливать на уровне законодательства/нормативных актов ограничения по соотношению размера обеспечения, предоставляемого «профессиональным инвестором», и размера его обязательств.

Вопросы

- 1.2.1. *Какие, по вашему мнению, финансовые инструменты целесообразно включить в перечень инструментов, доступных «неквалифицированным инвесторам»?*
- 1.2.2. *Как вы полагаете, все ли виды финансовых организаций должны иметь право работы с «неквалифицированными инвесторами» или только те, которые соответствуют дополнительным критериям, установленным СРО?*
- 1.2.3. *Полагаете ли вы целесообразным предоставлять «квалифицированному инвестору» возможность инвестирования в финансовые инструменты, не соответствующие его инвестиционному профилю, если клиент настаивает на их приобретении?*
- 1.2.4. *Возможно ли предусмотреть право «квалифицированных» и «неквалифицированных инвесторов» работать с иностранными финансовыми инструментами напрямую либо целесообразно предусмотреть такую возможность только через российского брокера?*
- 1.2.5. *Поддерживаете ли вы создание специализированного комитета на базе СРО? (Если нет, то изложите подробно свое видение защиты прав инвесторов).*
- 1.2.6. *Каким образом, по вашему мнению, должен осуществляться контроль за решениями, принимаемыми в рамках вышеуказанного специализированного комитета?*

1.3. Информирование клиентов

Немаловажную роль в повышении уровня и качества жизни граждан за счет использования инструментов финансового рынка играет их информированность в отношении приобретаемых финансовых инструментов, поскольку, обладая информацией, инвесторы самостоятельно смогут сделать компетентный выбор в отношении наиболее подходящих им инструментов.

С учетом изложенного важным представляется не только предоставление клиентам инвестиционных компаний детализированной информации в отношении основных характеристик доступных им финансовых инструментов, но и в отношении рисков финансовых убытков, которые они могут понести в случае осуществления (либо неосуществления) определенных действий на финансовом рынке, в том числе при заключении сделок без их покрытия активами клиента (маржинальных и срочных сделок).

При этом предоставляемая информация должна быть краткой, легко читаемой и понятной клиенту. Для достижения указанной цели возможно введение так называемого «Паспорта финансового продукта/услуги», в котором будет изложена информация в отношении финансовых инструментов в стандартизированной и краткой форме. В частности, будут указаны сведения о ключевых характеристиках видов финансовых инструментов, в которые клиент намерен инвестировать, и наиболее значимые условия предоставления финансовой услуги. При этом для указания в данном документе сопоставимых сведений в отношении рискованности соответствующего инвестиционного продукта можно предусмотреть введение общей «шкалы рискованности» по основным видам инструментов, торгуемых на финансовом рынке.

Необходимость разработки «Паспорта финансовой услуги» для всех основных финансовых услуг, предлагаемых розничным инвесторам, была отмечена Всемирным банком в диагностическом обзоре, посвященном защите потребителей в сфере финансовых услуг²⁰.

С учетом распространения практики предложения финансовых продуктов/услуг через цифровые каналы дистрибуции представляется важным предусмотреть особенности ознакомления клиента с необходимой информацией о финансовом продукте и (или) услуге, в том числе в формате «Паспорта финансовой услуги» в электронном виде.

Важно отметить, что в отношении предлагаемых на территории Российской Федерации финансовых инструментов должна раскрываться вся необходимая информация об их характеристиках, а также о ценовой динамике базисного актива инструмента. Указанная информация раскрывается эмитентом и андеррайтером при предложении соответствующих инструментов на финансовом рынке.

Требование к предоставлению инвесторам информации в отношении финансовых продуктов до заключения ими соответствующей сделки широко используется в международной практике. Так, например, в соответствии с Регламентом ЕС «О документации по ключевой информации о пакетных розничных и страховых инвестиционных продуктах» (Packaged Retail and Insurance-based Investment Products – PRIIPs)²¹ для эмитентов и распространителей пакетных розничных инвестиционных продуктов введена обязанность предоставления инвесторам стандартизированной документации, раскрывающей информацию о таких продуктах (standardised pre-contractual disclosure documents) на стадии до заключения сделки. Регламент PRIIPs вступил в силу 29 декабря 2014 года с отложенной датой применения в государствах – членах ЕС – с 31 декабря 2016 года.

²⁰ *Диагностическое исследование защиты потребителей в сфере финансовых услуг. Часть I. Ключевые выводы и рекомендации. Всемирный банк. – Июль, 2009.*

²¹ *Regulation (EU) No 1286/2014 of the European Parliament and of the Council of 26 November 2014 on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs Regulation).*

Законодательством Российской Федерации о защите прав потребителей²², распространяющимся, в частности, на сферу потребительского кредитования, также предусмотрена обязанность продавца своевременно предоставлять потребителю необходимую и достоверную информацию о товарах (работах, услугах), обеспечивающую возможность их правильного выбора. При этом законодательством в сфере банковской деятельности²³ установлены требования к информации, которая в обязательном порядке должна содержаться в договоре между кредитной организацией и ее клиентом, а именно процентные ставки по кредитам и вкладам (депозитам), стоимость банковских услуг и сроки их выполнения, имущественная ответственность сторон за нарушения договора, включая ответственность за нарушение обязательств по срокам осуществления платежей, а также порядок его расторжения и другие существенные условия договора. В свою очередь законодательством в сфере потребительского кредитования²⁴ прописаны более детальные требования к договорам потребительского кредита (займа). В частности, регулирование предусматривает наглядное²⁵ отображение в договоре рассчитанной в установленном порядке полной стоимости потребительского кредита (займа). Кроме того, указанными нормами установлен обширный перечень информации, которая доводится до сведения заемщика бесплатно в местах оказания соответствующих услуг (в местах приема заявлений, в том числе в сети Интернет).

Таким образом, для обеспечения возможности осуществления компетентного выбора

и исключения дополнительных рисков инвестору (в особенности «неквалифицированному» и «квалифицированному инвестору») целесообразно предоставлять возможность предварительно ознакомиться со всей необходимой информацией в отношении доступного ему финансового инструмента. Информация должна быть представлена в строго определенной форме, обеспечивающей ее полноту, достоверность и понятность.

Что касается информирования клиентов инвестиционных компаний о рисках финансовых убытков, которые они могут понести на финансовом рынке, то вопросы, связанные с установлением общих требований в отношении порядка предложения финансовых услуг инвесторам, остаются открытыми. Не определены границы предоставления им услуг с высоким уровнем риска, в том числе при заключении сделок без их покрытия активами клиента (маржинальных и срочных сделок), а также принципа приоритетности исполнения поручений на наиболее выгодных для инвесторов условиях²⁶. Нерешенными остаются и вопросы, связанные с установлением обязанности инвестиционных компаний до начала предоставления услуг клиентам информирования их о возможных скрытых рисках оказываемых им услуг.

Инвестиционные компании, финансово заинтересованные в увеличении числа клиентов, объемов их инвестиций и в повышении уровня привязанности клиентов к себе, акцентируют внимание инвесторов на возможностях большей диверсификации инвестиций за счет получения доступа на различные рынки, в том числе валютные, товарные и рынки драгоценных металлов. При этом они не только не обращают внимание инвесторов на то, что инвестирование на указанных рынках связано с высоким уровнем риска, но и наоборот, акцентируют их внимание на незначительность такого риска. В свою очередь, инвесторы склонны игнорировать высокий уровень риска в ожидании более высокой прибыли.

²² Статья 10 Закона Российской Федерации от 07.02.1992 № 2300–1 «О защите прав потребителей».

²³ Статья 30 Федерального закона от 02.12.1990 № 395–1 «О банках и банковской деятельности».

²⁴ Статьи 5, 6 Федерального закона от 21.12.2013 № 353-ФЗ «О потребительском кредите (займе)».

²⁵ Рассчитанная в установленном порядке полная стоимость потребительского кредита (займа) размещается в квадратной рамке в правом верхнем углу первой страницы договора потребительского кредита (займа) перед таблицей, содержащей индивидуальные условия договора потребительского кредита (займа), и наносится прописными буквами черного цвета на белом фоне четким, хорошо читаемым шрифтом максимального размера из используемых на этой странице размеров шрифта. Площадь квадратной рамки должна составлять не менее 5% площади первой страницы договора потребительского кредита (займа).

²⁶ Указанный принцип закреплен в MiFID I, Regulation National Market System of the Securities and Exchange Commission (Национальной системе рыночных правил) и в CVM Instruction (Инструкции Комиссии Бразилии по рынку ценных бумаг).

Особая категория рисков для инвесторов связана с инвестированием с использованием заемных средств инвестиционных компаний (маржинального кредитования).

Инвестиционные компании заинтересованы в том, чтобы как можно больше активных клиентов приходило на финансовый рынок и как можно меньше с него уходило. Однако, когда речь заходит о конкурентных преимуществах отдельно взятой инвестиционной компании, ее индивидуальная политика может быть направлена на удовлетворение возрастающего «аппетита» его клиентов к риску. В противном случае они перейдут на обслуживание к конкуренту, который эти требования удовлетворит. При этом клиенты не понимают, что при использовании таких займов они могут не только потерять свои денежные средства, но и остаться в долгу перед брокером (например, в случае если динамика цены соответствующего актива будет неблагоприятной).

В то же время предусмотренный стандартами СРО механизм информирования клиента о возможных убытках путем предоставления ему декларации о рисках не является достаточно эффективным. Декларации о рисках, составленные в соответствии с требованиями данных стандартов, не всегда понятны и наглядны для клиента. Сами продажи сопровождаются устными разъяснениями, которые и являются в большинстве случаев источником завышенных ожиданий клиента, причем зачастую продавец сам не обладает необходимыми знаниями в отношении предлагаемого продукта/услуги и лишь произносит заученный текст.

В свою очередь, в мировой практике при предоставлении инвестиционной компанией услуг своему клиенту большое внимание уделяется вопросу его информированности. Так, согласно документам IOSCO²⁷, основной целью управляющих компаний является реализация инвестиционной стратегии хорошо проинформированного инвестора. При этом инвесторы должны быть в состоянии выбрать предпочитаемый ими уровень риска в соотношении с потенциальной доходностью.

Повышение информированности в отношении финансовых инструментов, а также рисков финансовых убытков наиболее актуально для «квалифицированных инвесторов», поскольку, с одной стороны, они не обладают такими возможностями, как «профессиональные инвесторы», с другой – им понятен большой массив информации и доступен перечень более рискованных инструментов, чем «неквалифицированным инвесторам».

Таким образом, предоставление «квалифицированным инвесторам» финансовых инструментов в значительной степени должно быть обусловлено уровнем их информированности в отношении характеристик данных инструментов, а также рисков убытков при инвестировании на финансовом рынке.

Для обеспечения предоставления клиенту объективной информации в отношении предлагаемых ему финансовых инструментов необходимо предусмотреть меры, направленные на исключение конфликта интересов подразделения, отвечающего за информирование клиента о рисках финансовых продуктов/услуг, в том случае если предоставляющий инвестору рекомендации финансовый советник является одновременно финансовой организацией или данные организации (лица) являются аффилированными (связанными).

Отдельного внимания заслуживает вопрос информирования «квалифицированного инвестора» о рисках инвестирования в финансовые инструменты, не соответствующие его инвестиционному профилю. В данном случае полагаем необходимым регламентировать порядок, сроки и иные аспекты такого информирования. Указанные требования могут быть предусмотрены на уровне стандартов СРО.

Также в отношении «квалифицированного инвестора» необходимо обеспечить независимый контроль за корректностью определения уровня понимания им степени рискованности выбранных финансовых инструментов, не соответствующих его инвестиционному профилю.

²⁷ *Examination of Governance for Collective Investment Schemes. Final Report – Part I. // A Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, June 2006. P. 4.*

Вопросы

- 1.3.1. Считаете ли вы существующую систему информирования инвестора о рисках инвестирования на финансовом рынке достаточной?
- 1.3.2. Каким образом, по вашему мнению, необходимо улучшить систему уведомления клиента о специфике финансовых продуктов и (или) рисках инвестирования?
- А. В большей степени адаптировать декларацию о рисках до уровня понимания клиентом. (Каким образом?)
- Б. Предусмотреть меры, стимулирующие инвестора к ответственному ознакомлению с информацией об инструментах (услугах) и о рисках. (Какие именно?)
- В. Удостовериться в понимании клиентом финансовой организации специфики инструмента (услуги) и всех рисков инвестирования на финансовом рынке. (Каким образом?)
- Г. Иное. (Опишите и поясните почему)
- 1.3.3. Считаете ли вы необходимым улучшить систему информирования клиента о существующей у него задолженности перед брокером, в том числе возникшей в связи с использованием заемных средств, а также сведений о размерах задолженности клиента, которые возникнут в будущие периоды в случае непринятия инвестором определенных действий? (Если да, то опишите, каким образом)
- 1.3.4. Какие требования вы полагаете целесообразным установить к порядку и срокам информирования «квалифицированного инвестора» в отношении инструментов (услуг) и рискованности инвестиций в финансовые инструменты, не соответствующие его инвестиционному профилю?
- 1.3.5. Что может быть предоставлено финансовой организацией в качестве подтверждения надлежащего уведомления клиента о повышенных рисках инвестирования (видео-, аудиозапись, иное)?
- 1.3.6. Каким образом, по вашему мнению, возможно обеспечить независимый контроль за корректностью определения уровня понимания «квалифицированным инвестором» степени рискованности выбранных финансовых инструментов, не соответствующих его инвестиционному профилю?
- 1.3.7. Считаете ли вы целесообразным предусмотреть тестирование клиентов финансовых организаций для определения уровня понимания им ознакомительной информации в отношении предлагаемых ему финансовых продуктов/услуг? (Если да, то для каких инвесторов и в отношении каких видов финансовых продуктов/услуг?)
- 1.3.8. Поддерживаете ли вы предложение по внедрению «Паспорта финансового продукта/услуги»?
- А. Да, поддерживаю (опишите механизм реализации).
- Б. Нет, не поддерживаю (предложите иной механизм дополнительного информирования клиентов).
- 1.3.9. Полагаете ли вы целесообразным установить ограничения (дополнительные требования) для предложения инвесторам финансовых инструментов, в отношении базисного актива которых не раскрывается информация, в том числе о его ценовой динамике? (Если да, то какие?)

1.4. Реклама финансовых инструментов

В соответствии с законодательством Российской Федерации²⁸ запрещена реклама ценных бумаг, предложение которых неограниченному кругу лиц не предусмотрено федеральными законами и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации. В частности, запрещена реклама ценных бумаг иностранных эмитентов, которые не допущены к публичному размещению и (или) публичному обращению в Российской Федерации, а также иностранные финансовые инструменты, не квалифицированные в качестве ценных бумаг.

Кроме того, реклама ценных бумаг не должна содержать:

1) обещание выплаты дивидендов по акциям, а также дохода по иным ценным бумагам, за исключением дохода, обязанность выплаты которого предусмотрена решением о выпуске или дополнительном выпуске эмиссионных ценных бумаг, правилами доверительного управления паевыми инвестиционными фондами или правилами доверительного управления ипотечным покрытием либо зафиксирована в ценных бумагах;

2) прогнозы роста курсовой стоимости ценных бумаг.

Реклама финансовых услуг и финансовой деятельности не должна:

1) содержать гарантии или обещания в будущем эффективности деятельности (доходности вложений), в том числе основанные на реальных показателях в прошлом, если такая эффективность деятельности (доходность вложений) не может быть определена на момент заключения соответствующего договора;

2) умалчивать об иных условиях оказания соответствующих услуг, влияющих на сумму доходов, которые получают воспользовавшиеся услугами лица, или на сумму расходов, которую понесут воспользовавшиеся услугами лица, если в рекламе сообщается хотя бы одно из таких условий.

Реклама услуг, связанных с осуществлением управления, включая доверительное управление активами, не должна содержать:

1) документально не подтвержденную информацию, если она непосредственно относится к управлению активами;

2) информацию о результатах управления активами (в том числе об их изменении или о сравнении в прошлом и (или) в текущий момент), не основанную на расчетах доходности, определяемых в соответствии с нормативными актами Банка России;

3) информацию о гарантиях надежности возможных инвестиций и стабильности размеров возможных доходов или издержек, связанных с указанными инвестициями;

4) информацию о возможных выгодах, связанных с методами управления активами и (или) осуществлением иной деятельности;

5) заявления о возможности достижения в будущем результатов управления активами, аналогичных достигнутому результату.

Также в российском законодательстве установлены отдельные требования к рекламе форекс-дилеров. В частности, реклама, побуждающая к заключению сделок с форекс-дилерами, должна содержать следующее указание: «Предлагаемые к заключению договоры или финансовые инструменты являются высокорискованными и могут привести к потере внесенных денежных средств в полном объеме. До совершения сделок следует ознакомиться с рисками, с которыми они связаны».

Законодательство Европейского союза наделило административный орган правом запретить или ограничить рекламу, равно как и финансовую деятельность, если она угрожает правам инвесторов. Так, MIFIR предоставляет ESMA и Европейской службе банковского надзора (European Banking Authority – EBA), а также регуляторам государств – членов ЕС полномочия по временному или постоянному (в случае национальных регуляторов) запрещению или ограничению рекламы, продажи и распространения отдельных (определяемых этими регуляторами) финансовых инструментов или структурированных депозитов, а также финансовой деятельности в случаях, когда имеет место угроза защите прав инвесторов, равно как и угроза упорядоченному функционированию и целост-

²⁸ Статья 29 Федерального закона от 13.03.2006 № 38-ФЗ «О рекламе».

ности финансовых рынков или рынков капитала, а также финансовой стабильности. Данные полномочия доступны регуляторам и в превентивных целях, то есть на стадии, предшествующей доведению до клиента информации о финансовом продукте.

Важно подчеркнуть, что в Основных направлениях развития финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов обозначена необходимость существенного

ограничения публичной рекламы финансовых продуктов и услуг, не предназначенных для неквалифицированных потребителей либо вводящей потребителя в заблуждение относительно полезности и рискованности финансовых продуктов, а также целесообразность дополнительных требований к рекламе финансовых продуктов и услуг в целях ограничения недобросовестной деятельности на финансовом рынке.

Вопросы

- 1.4.1. *Какие дополнительные требования к рекламе на финансовом рынке вы считаете необходимым установить в целях обеспечения надлежащего информирования потенциальных инвесторов в отношении рискованности соответствующих инвестиций?*
- 1.4.2. *Как вы считаете, нужно ли устанавливать дополнительные ограничения (запрет) на скрытую рекламу продуктов или услуг на финансовом рынке, способную ввести граждан в заблуждение относительно предмета инвестирования и связанных с таким инвестированием рисков?*
- 1.4.3. *Каким образом, по вашему мнению, возможно повысить доступность для инвесторов информации, раскрываемой в проспекте ценных бумаг?*

2. ПОВЫШЕНИЕ ДОВЕРИЯ НАСЕЛЕНИЯ К ФИНАНСОВОМУ РЫНКУ ПОСРЕДСТВОМ ВНЕДРЕНИЯ МЕХАНИЗМА ПО ОПРЕДЕЛЕНИЮ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОФИЛЯ

2.1. Инвестиционный профиль

В настоящее время понятие «инвестиционный профиль» употребляется в Положении Банка России «О единых требованиях к правилам осуществления деятельности по управлению ценными бумагами, к порядку раскрытия управляющим информации, а также требованиям, направленных на исключение конфликта интересов управляющего»¹, а также в стандартах СРО, согласованных Банком России и рекомендованных профессиональным участникам рынка ценных бумаг, осуществляющим брокерскую деятельность и деятельность по доверительному управлению ценными бумагами и являющимися членами этой СРО².

Согласно Положению Банка России инвестиционный профиль представляет собой инвестиционные цели клиента на определенный период и риск, который он способен нести в этот период. Инвестиционный профиль клиента определяется как:

- доходность, на которую рассчитывает клиент (ожидаемая доходность);
- риск возможных убытков, который способен нести клиент (допустимый риск), если клиент не является квалифицированным инвестором;
- период времени, за который определяются ожидаемая доходность и допустимый риск (инвестиционный горизонт).

В соответствии с вышеуказанным нормативным актом Банка России инвестиционный профиль клиента – физического лица определяется управляющим, в том числе исходя из сведений:

- о возрасте физического лица;
- о примерных среднемесячных доходах и среднемесячных расходах за последние 12 месяцев, а также о сбережениях физического лица;
- об опыте и знаниях физического лица в области инвестирования.

В международной практике существует опыт определения пригодности того или иного продукта для клиента. Так, пригодность, согласно Докладу Базельского комитета по банковскому надзору «Пригодность финансовых продуктов и услуг для розничных клиентов», определяется как критерий соответствия продукта или услуги, предлагаемой посредником, финансовому положению, инвестиционным целям, терпимости к риску, финансовым потребностям, знаниям и опыту клиента.

Сегодня понятие пригодности финансовых услуг и продуктов, хотя и в разном контексте, определено в регулятивных требованиях органов надзора практически всех развитых стран мира. Расхождения в трактовке и практическом применении как между отдельными странами, так и между секторами финансового рынка, касаются в основном объемов предоставляемой информации, характера финансовых услуг, полномочий субъектов рынка, органов регулирования и надзора и так далее. Более четко и унифицировано понятие пригодности определено для финансовых продуктов и услуг в банковском секторе, тогда как в других сегментах финансового рынка в силу разнообразия и сложности предоставляемых услуг оно более расплывчато.

В США требования по определению инвестиционного профиля клиента установлены саморегулируемой неправительственной организацией FINRA. В частности, для определения инвестиционного профиля у клиента запрашивается следующая информация:

- возраст;
- иные инвестиционные вложения;

¹ Положение Банка России от 03.08.2015 № 482-П «О единых требованиях к правилам осуществления деятельности по управлению ценными бумагами, к порядку раскрытия управляющим информации, а также требованиям, направленных на исключение конфликта интересов управляющего» зарегистрировано в Минюсте России 04.12.2015 № 39968.

² Стандарт профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг НАУФОР – Стандарт № 3 «Оценка инвестиционного профиля клиента».

– финансовое положение (текущий доход и сумма сбережений, наличие долгов и их характер);

- налоговый статус;
- инвестиционные цели;
- инвестиционный опыт;
- временной горизонт инвестиций;
- потребность в ликвидности (изъятии инвестиционных средств).

В Европейском союзе требования по определению инвестиционного профиля клиентов установлены MiFID I. В частности, MiFID I предписывает инвестиционным фирмам перед предложением клиентам (инвесторам) тех или иных финансовых продуктов и услуг определить их инвестиционный профиль на основе проведения двух тестов:

- тест на пригодность (suitability test),
- тест на уместность (appropriateness test).

Обязанность проведения теста на пригодность (suitability test) финансового продукта для клиента возникает во всех случаях оказания инвестиционной фирмой услуг по управлению портфелем клиента и его инвестиционному консультированию. При этом инвестиционная фирма обязана получить необходимую и достаточную информацию о знаниях, опыте, финансовом положении и инвестиционных целях клиента для обеспечения возможности рекомендовать именно те инвестиционные услуги и финансовые продукты, которые подходят клиенту, его положению, ожиданиям, потребностям.

Проведение теста на пригодность обязательно не только в отношении розничных инвесторов, но также профессиональных клиентов и правомочных контрагентов. Однако в отношении профессиональных клиентов инвестиционные фирмы, исходя из предположения о наличии у таких клиентов необходимого уровня знаний и опыта, проводят оценку лишь их финансового положения и инвестиционных целей.

Тестирование на уместность (appropriateness test) осуществляется во всех иных случаях оказания клиенту инвестиционных услуг³ (в частности, при исполнении брокерских поручений). Для проведения данного тестирования в целях оценки уместности того или иного продукта или

услуги для конкретного клиента компания должна запросить у клиента информацию о его знаниях и опыте. Однако, как и в случае с тестом на пригодность, в отношении профессиональных клиентов инвестиционным фирмам разрешено не проводить дополнительную проверку наличия у них необходимых знаний и опыта. В отношении розничных инвесторов данное тестирование может не проводиться при исполнении брокерских поручений клиента в следующих случаях:

1) услуги оказываются по сделкам с акциями, обращающимися на организованном рынке, облигациями или другими долговыми ценными бумагами, паями фондов UCITS и другими «несложными» финансовыми инструментами;

2) услуги оказываются по инициативе клиента;

3) клиент был предупрежден о том, что не сможет воспользоваться всеми преимуществами, связанными с проведением соответствующего тестирования;

4) фирма отвечает требованиям MiFID I о конфликте интересов.

При этом законодательством ЕС устанавливаются различные критерии для «несложных» финансовых инструментов. Указанными критериями, помимо прочего, предусматривается, что никакие виды деривативов не будут относиться к «несложным» финансовым инструментам. Для исполнения брокером поручений розничных инвесторов по сделкам с деривативами обязательно должен быть проведен тест на уместность.

Законодательством ЕС предусмотрена возможность определения инвестора квалифицированным в отношении определенных операций при оставлении за ним статуса неквалифицированного в отношении других операций. Клиенты могут обращаться за пересмотром своей категориальной принадлежности как в отношении определенных операций, совершаемых ими, так и в связи с получением всего спектра услуг инвестиционной компании.

Если клиент не соответствует требованиям, предъявляемым в рамках прохождения теста на пригодность по определенным видам финансовых инструментов, финансовая компания обязана предупредить клиента о рисках, свя-

³ За исключением услуг по управлению портфелем клиента и его инвестиционному консультированию.

занных с приобретением не соответствующих его инвестиционному профилю продуктов.

В странах ЕС установлена обязанность финансовой компании получения необходимой и достаточной информации о клиенте для надлежащего определения его инвестиционного профиля.

В соответствии с законодательством Чехии⁴ инвестиционные компании обязаны определять инвестиционный профиль клиента в соответствии с требованиями действующего законодательства и правилами, определенными самими инвестиционными компаниями. Кроме того, закон⁵ устанавливает обязательный, но не закрытый перечень сведений, которые запрашивает инвестиционная компания от клиента для определения его инвестиционного профиля. Финансовые инструменты подбираются инвестиционным консультантом каждому клиенту исходя из его инвестиционного профиля.

В соответствии с законодательством Венгрии оценка инвестиционного профиля проводится в случае приобретения деривативов⁶. Рекомендации по оценке инвестиционного профиля распространяются на всех клиентов кредитных организаций и профессиональных участников⁷.

В Великобритании оценка пригодности инвестиционных продуктов для клиентов и связанных с этим обязательств инвестиционных компаний и консультантов изложена в COBS 9⁸: при предоставлении инвестиционных консультаций или услуг по обслуживанию портфеля компании получают информацию о клиенте, достаточную для обеспечения высокого уровня соблюдения их интересов, а также проведения оценки на пригодность и уместность финансовых продуктов для соответствующей категории

инвесторов. Принципы ведения бизнеса FCA⁹ требуют от инвестиционных компаний рациональной тщательности при выборе уместности их консультаций и принятии дискреционных решений в отношении любого клиента, полагающегося на их суждение.

Ограничения COBS 9 применяются в зависимости от того, является ли потребитель услуг розничным инвестором или профессиональным клиентом.

В ряде стран, в том числе в Израиле, требования по определению инвестиционного профиля клиентов (инвесторов) установлены законом¹⁰.

Вместе с тем в Мексике определение инвестиционного профиля не является обязательным. Брокер вправе по поручению клиента совершать сделки, противоречащие инвестиционному профилю, за исключением сделок с инструментами, предназначенными для квалифицированных инвесторов (если клиент таковым не является).

Таким образом, в международной практике в целях соблюдения интересов инвесторов на финансовом рынке в той или иной степени используется инструмент определения инвестиционного профиля клиента, при этом зачастую требования к определению инвестиционного профиля установлены на уровне законов.

В Российской Федерации не предусмотрено законодательных требований к определению инвестиционного профиля клиентов финансовых организаций, осуществляющих брокерскую деятельность.

При этом в нашей стране существуют проблемы, связанные с тем, что клиенты финансовых организаций, не обладающие специальными познаниями в сфере рынка ценных бумаг либо достаточным уровнем благосостояния, выбирают для инвестирования не подходящие им по уровню риска финансовые инструменты на основе рекламных обещаний или заверений продавцов.

⁴ Art. 15 CNB Act of Business Activities on the Capital Market.

⁵ Title III CNB Decree 303/10/2010.

⁶ Act on the Capital Market of 2001.

⁷ Recommendation No. 3/2013. (II.7.) of the President of the Hungarian Financial Supervisory Authority on the assessment of suitability and appropriateness during the provision of investment services.

⁸ «Правила ведения бизнеса» (COBS) – Conduct of Business Sourcebook.

⁹ The FCA's Principles for Businesses (PRIN).

Financial Conduct Authority (FCA) – Управление по контролю за соблюдением правил поведения на финансовых рынках.

¹⁰ Art. 12, 13 Regulation of Investment Advice, Investment Marketing And Portfolio Management Law 1995.

На решение указанной проблемы направлен изложенный в настоящем докладе подход, при котором инвесторы разделяются на три категории (см. главу 1).

При определении инвестиционного профиля предполагается, что клиент должен будет предоставить сведения о своих инвестиционных целях, готовности к риску, способности самостоятельно принимать инвестиционные решения, сроке, по истечении которого клиент полагает, что его цели могут быть достигнуты и так далее.

При указании клиентом сведений о своем финансовом положении и опыте в инвестици-

онной области необходимо предусмотреть обязательное предоставление подтверждающих документов, перечень и требования к которым устанавливаются стандартами СРО по согласованию с Банком России.

Целесообразно также предусмотреть проведение финансовой компанией периодической переоценки инвестиционного профиля клиента по истечении определенного периода времени либо по желанию клиента, а также в случае существенных изменений в экономике или материальном положении физического лица.

Вопросы

- 2.1.1. *Какими документами, по вашему мнению, должны устанавливаться требования к порядку определения инвестиционного профиля?*
- А. Нормативным актом Банка России.*
 - Б. Стандартами СРО.*
 - В. Иное. (Укажите свой вариант)*
- 2.1.2. *Какие, по вашему мнению, необходимо установить критерии (объем средств, горизонт инвестирования, опыт, отношение к риску и другое) к определению инвестиционного профиля? Насколько детальными должны быть указанные критерии?*
- 2.1.3. *С какой периодичностью необходимо осуществлять переоценку инвестиционного профиля клиента?*
- А. Не реже одного раза в год.*
 - Б. Не реже трех раз в год.*
 - В. Иное. (Укажите свой вариант)*
- 2.1.4. *Считаете ли вы целесообразным предусматривать по итогам определения инвестиционного профиля ограничения не только по предлагаемым клиентам финансовым инструментам, но и по объему инвестируемых денежных средств? Если да, поясните механизм реализации указанного контроля.*
- 2.1.5. *Какие обязательные требования при определении инвестиционного профиля клиента должны соблюдаться компаниями?*
- А. Определять инвестиционный профиль на основании информации, предоставленной клиентом, без предоставления подтверждающих документов.*
 - Б. На основании документально подтвержденной информации.*
 - В. Помимо предоставления подтверждающих документов, предусмотреть обязательное прохождение теста для получения возможности совершения сделок с определенными финансовыми инструментами.*
- 2.1.6. *Как вы считаете, какие долги/обязательства должны вычитаться из активов клиента для определения его финансового положения (например, ипотечные кредиты, иные выплаты)?*

2.2. Инвестиционная стратегия (рекомендация)

В законодательстве Российской Федерации формирование стратегии управления предусмотрено при управлении ценными бумагами. При этом управление ценными бумагами и денежными средствами нескольких клиентов по единым правилам и принципам формирования состава и структуры активов, находящихся в доверительном управлении, может осуществляться только при условии, что для указанных клиентов определен единый инвестиционный профиль¹¹.

С целью увеличения среднего срока инвестирования частных инвесторов в Российской Федерации, а также обеспечения индивидуального баланса целей и способов инвестирования полагаем целесообразным по аналогии с зарубежными странами осуществлять подбор индивидуальной инвестиционной стратегии.

В соответствии с законодательством США инвестиционные фирмы должны определять, какие инвестиционные стратегии и сделки, которые они рекомендуют, подходят клиенту¹². Предложение той или иной стратегии и (или) сделки клиенту должно быть основано на полученной от него информации и привязано к его инвестиционному профилю.

После анализа данных, собранных в рамках определения инвестиционного профиля, инвестор получает предложение по формированию портфеля (investment policy statement) в письменной форме или по электронной почте.

В соответствии с бразильским законодательством инвестиционная стратегия должна быть определена в договоре между инвестиционным менеджером и клиентом.

В Израиле консультантом разрабатывается проект договора в соответствии с инвестиционным профилем клиента, в котором по согласованию сторон определяется инвестиционная стратегия.

Таким образом, инвестиционная стратегия для клиента определяется инвестиционным консультантом на основе инвестиционного профиля инвестора. Инвестиционный консультант диверсифицирует принадлежащие клиенту активы в зависимости от его личных характеристик. Например, чем менее активен инвестор (ближе к пенсионному возрасту), тем большую часть в портфеле должны занимать облигации и меньшую долю – акции и другие инструменты при условии, что это соответствует инвестиционным целям клиента.

В зависимости от выбора клиента ему может быть предоставлена инвестиционная стратегия с определенными характеристиками, но только в рамках его инвестиционного профиля. В современной портфельной теории выделяют три вида инвестиционных стратегии:

1. Консервативная (надежная, но мало доходная). Цели такой стратегии заключаются в достижении доходности выше, чем по банковским вкладам, защите от инфляции.

2. Умеренная (характеризуется средней степенью доходности при умеренном риске). Цель – долгосрочное инвестирование с целью увеличения капитала.

3. Агрессивная (рискованная, но способна приносить большие доходности). Цель – стремление к высокому приросту капитала.

Инвестиционные рекомендации могут также быть предоставлены компьютерной программой на основании инвестиционного профиля клиента. Выбор осуществляется из заложенного в программу списка стратегий путем их сопоставления с данными, содержащимися в инвестиционном профиле.

Новый вид электронного сервиса – компьютерные системы, использующие сведения о клиенте, его индивидуальных потребностях, а также рыночные данные для выработки рекомендаций в части формирования и управления инвестиционным портфелем, – на финансовом рынке появился не так давно. Эти сервисы получили название робо-эдвайзеров (robo-advisors, компьютерные системы инвестиционного консультирования; далее по тексту – Системы), и на сегодняшний день многие финансовые организации уже обзавелись такими решениями, вложившись в их создание или заключив партнерские договоры с разработчиками.

¹¹ Положение Банка России от 03.08.2015 № 482-П «О единых требованиях к правилам осуществления деятельности по управлению ценными бумагами, к порядку раскрытия управляющим информации, а также требованиях, направленных на исключение конфликта интересов управляющего» зарегистрировано в Минюсте России 04.12.2015 № 39968.

¹² В соответствии с FINRA Rules 2111 (SUTABILITY).

Технически робо-эдвайзеры существенно отличаются от другого класса компьютерных решений – торговых биржевых роботов (algo trading), которые используются профессиональными трейдерами. Робо-эдвайзеры рассчитаны на персональное применение непрофессиональными пользователями и представлены либо программами с доступом через компьютер или мобильное устройство, либо гибридными решениями (программа и участие консультантов). Усредненный перечень возможностей робо-эдвайзеров включает¹³ выявление потребностей клиента, поиск решения с учетом финансовых возможностей и целей клиента, предложение способа имплементации этого решения, а также анализ результата с уточнением стратегии.

Суть функционирования Систем заключается в том, чтобы помочь клиентам, прежде всего розничным инвесторам, сформировать свой индивидуальный инвестиционный портфель для каждого конкретного случая либо несколько вариантов такого портфеля на выбор с небольшими отклонениями по риску. Системы позволяют правильным образом учесть ключевые критерии финансовых инструментов, заложить в модель инвестиционного портфеля предполагаемый уровень инфляции и прочие параметры. На практике клиент инвестиционной компании собственноручно заполняет электронную анкету, которая содержит большой блок вопросов относительно его накоплений и собственности, уровня дохода и познаний в области финансового рынка, наличия страховых продуктов и отношения к страхованию, наличия иждивенцев и регулярных крупных расходов, а также ряд вопросов относительно восприимчивости клиента к риску. После анализа собранных данных о клиенте клиент получает наглядное описание подходящей ему по уровню риска модели инвестиционной стратегии и инвестиционного портфеля, в деталях описывающих, каким образом и почему его средства должны быть инвестированы в те или иные финансовые инструменты.

Анализ функционирования Систем показывает, что они способны существенным образом изменить взаимодействие инвестиционных

компаний со своими клиентами при покупке и/или продаже ими финансовых инструментов, поскольку Системы предоставляют инвестиционным компаниям возможность идти не от продуктов и услуг, которые они предлагают, а от реальных потребностей клиентов. В результате клиент получает желаемый результат, а инвестиционная компания – дополнительные доходы от долгосрочного инвестирования клиента.

С аналогичным предложением по автоматизации финансового консультирования для стран ЕС выступил Объединенный комитет из трех европейских надзорных органов (ESAs), включающий в себя Европейскую банковскую организацию (EBA)¹⁴, Европейскую организацию страхования и пенсионного обеспечения (EIOPA) и Европейское управление по надзору за рынком ценных бумаг (ESMA), на сайте одного из которых 4.12.2015 был опубликован соответствующий дискуссионный документ¹⁵. Данный документ объясняет концепцию автоматизации финансовых консультаций, посредством которых инвестиционные компании обеспечивают своим клиентам автоматизированные консультации на финансовом рынке, подчеркивая при этом в том числе потенциальные выгоды данной инновации для инвесторов.

В настоящее время использование Систем наиболее распространено в США, Австралии и Канаде – выходить на рынок они стали в 2008 году (в США), и с тех пор с каждым годом их число растет и увеличивается сумма средств под их управлением. Сегодня широко известны автоматизированные инвестсервисы Wealthfront, Betterment, Schwab Intelligent Portfolios, Future Advisor и другие. В абсолютном выражении охват этого сервиса и степень его влияния невелики, однако очевиден его убедительный рост: в 2015 году объем портфелей под управлением цифровых «инвестконсультантов» увеличился более чем в 3 раза¹⁶.

¹⁴ URL: https://www.eba.europa.eu/newspress/calendar?p_p_id=8&_8_struts_action=%2Fcalendar%2Fview_event&_eventId=1299860

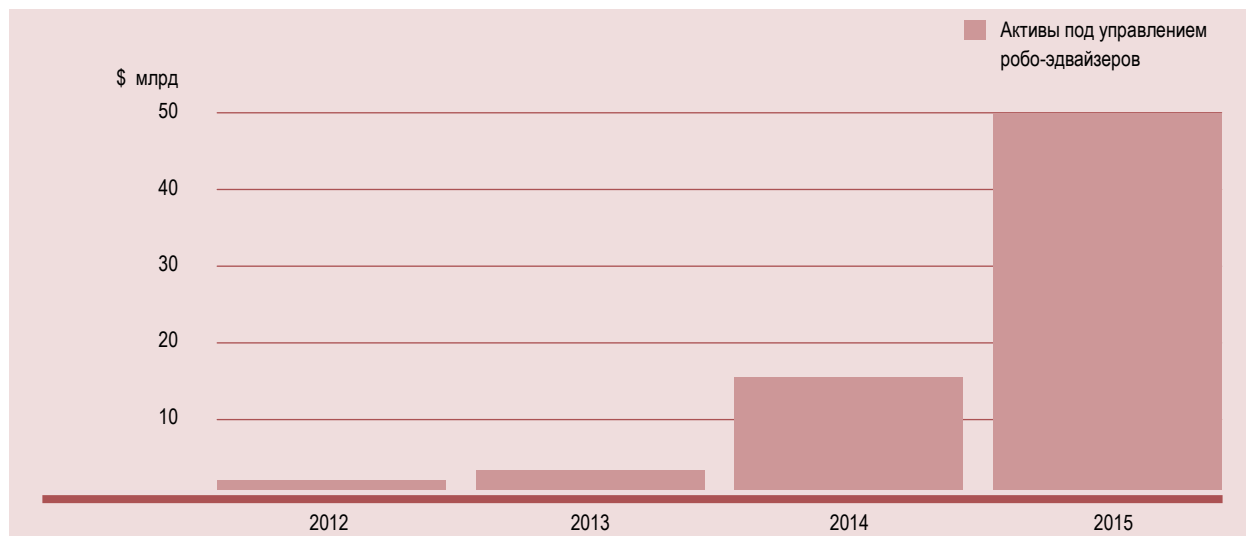
¹⁵ URL: <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1299866/JC+2015+080+Discussion+Paper+on+automation+in+financial+advice.pdf>

¹⁶ Digital Wealth Management Market Update: A Mosaic of Models Emerges, AITE Group. URL: <http://aitegroup.com/report/digital-wealth-management-market-update-mosaic-models-emerges>

¹³ The rise of robo-advice: Changing the concept of wealth management, Accenture. URL: <https://www.accenture.com/us-en/insight-rise-robo-advice-changing-concept-wealth-management>

Рисунок 2.2.1

Развитие глобального рынка робо-эдвайзеров



Источник: *The Rich Are Already Using Robo-Advisers and That Scares Banks*. Bloomberg, February 5, 2016 URL: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-02-05/the-rich-are-already-using-robo-advisers-and-that-scares-banks>.

Рост популярности технологии робо-эдвайзеров обусловлен следующими причинами:

1. Значительно более низкие (в некоторых случаях нулевые) размеры комиссии по сравнению с традиционным рынком. Это делает услуги доступными для потребителей массового рынка (обладателей активов менее \$200 тыс.).

2. Робо-эдвайзеры создают дополнительные преимущества, связанные с легкостью доступа к услугам (любое место, любое время, необходимо только наличие точки выхода в Интернет).

3. Вложение средств в технологии позволяет расширить аналитические возможности робо-эдвайзеров, потенциально развивая спектр рекомендаций. Иными словами, такие системы могут обеспечивать высокую персонализацию и учет специфических требований клиентов в течение долгого времени.

4. Многие ведущие фирмы по управлению активами уже работают по включению возможностей робо-эдвайзеров в гибридные решения, что создает дополнительную ценность предлагаемых услуг.

5. Технология снижает барьер входа на рынок для новых фирм, которые экономят на дорогостоящих консультантах, что увеличивает конкуренцию на рынке, повышает качество услуг и снижает их стоимость для потребителя.

Основные проблемы, связанные с робо-эдвайзерами, обусловлены такими их особенно-

стями, как уязвимость для сетевых злоумышленников и применение общих алгоритмов формирования стратегий для широких групп пользователей¹⁷.

Вместе с тем компьютеры не подвержены человеческим слабостям, действуют точнее и быстрее, а в вопросе алгоритмического единообразия многое зависит от конкурентности рынка¹⁸.

В связи с этим наиболее перспективной представляется комбинированная схема: команды инвестиционных консультантов, «усиленные» робо-эдвайзерами. Согласно отдельным прогнозам¹⁹, именно комбинированные сервисы могут добиться максимального успеха, получив через 10 лет под управление до 10% активов рынка, в то время как «чистые» робо-эдвайзеры смогут контролировать не более чем 2%.

В мае 2015 года SEC и FINRA выпустили совместное оповещение, призванное ознакомить

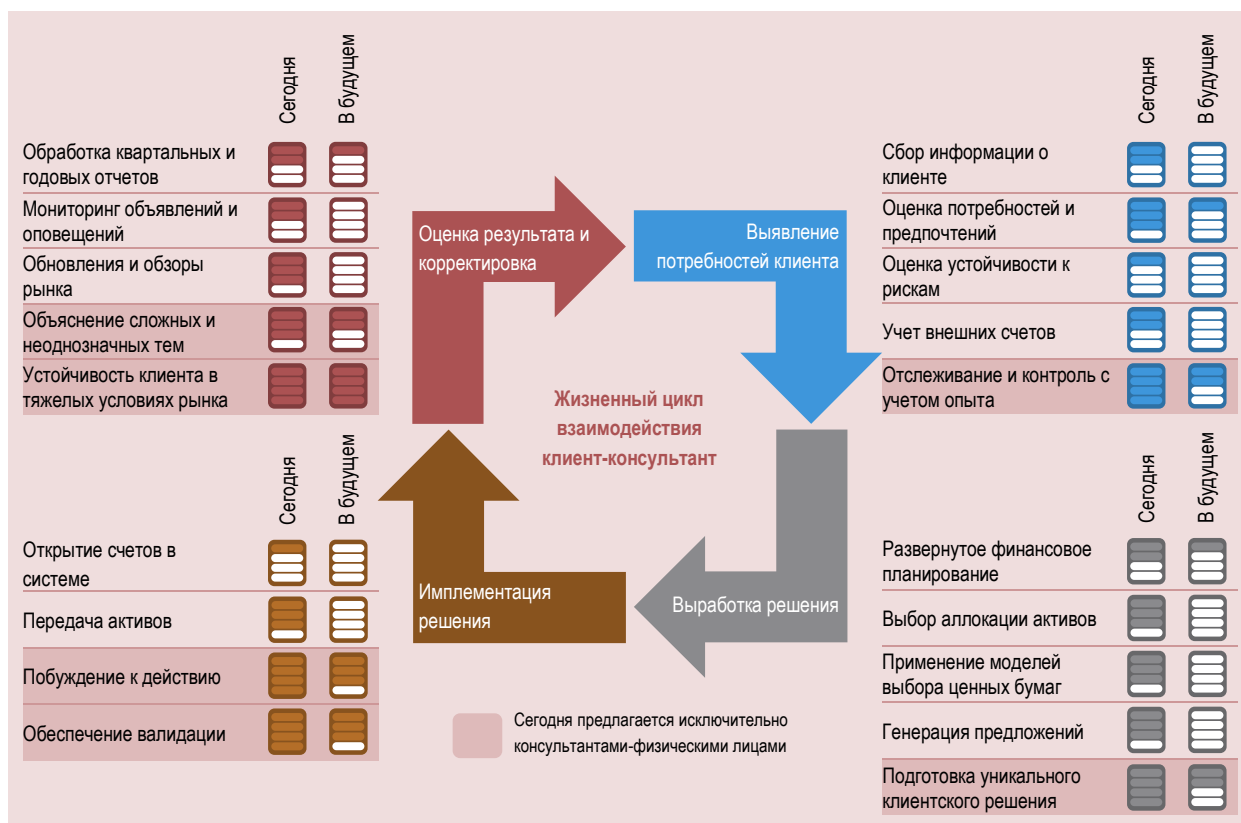
¹⁷ ЦБ видит потенциальную угрозу в распространении робо-эдвайзеров, РИА Новости. URL: <http://ria.ru/economy/2016/02/17/1375957204.html>

¹⁸ *Putting Robo Advisers to the Test*, Wall Street Journal. URL: <http://www.wsj.com/articles/putting-robo-advisers-to-the-test-1429887456>

¹⁹ *Hybrid Robos: how combining human and automated wealth advice delivers superior results and gains market share*, MyPrivateBanking Research. URL: <http://www.myprivatebanking.com/article/report-hybrid-robo-advisors-2016>

Рисунок 2.2.2

Текущие и перспективные возможности робо-эдвайзеров



Источник: *The Rise of Robo-Advice: Changing The Concept of Wealth Management*. Accenture. URL: <https://www.accenture.com/us-en/insight-rise-robot-advice-changing-concept-wealth-management>.

инвесторов с основными особенностями робо-эдвайзеров. Кроме того, оповещение²⁰ содержит пять советов по безопасному использованию автоматизированных инвестиционных инструментов:

1. Четко понять правила и требования, связанные с использованием инструмента, включая все возможные виды расходов.

2. Понять все ограничения, связанные с применением инструмента. В числе прочего необходимо изучить предположения и допущения, на которых строится логика работы робоэдвайзера, поскольку в каком-либо конкретном случае эти предположения могут быть некорректны.

Таблица 2.2.1

Сравнение некоторых популярных робо-эдвайзеров

Робо-эдвайзер	Betterment	Charles Schwab	FuturAdvisor	Hedgeable	Personal Capital
Требует платы за услуги	да	нет	да	да	да
Минимальный депозит	\$1	\$5000	\$10000	\$0	\$25000
Автоматизированная разбалансировка портфеля	да	да	да	да	да
Управление средствами пенсионных накопления	да		да		да
Автоматизированный/гибридный	автоматизированный	автоматизированный	автоматизированный	автоматизированный	гибридный
Активы под управлением	\$4,0 млрд	\$5,3 млрд	\$685 млн	\$35 млн	\$2,1 млрд
Мобильная версия	да	да	только iOS	только iOS	да

Источник: *InvestorJunkie*. URL: <https://investorjunkie.com/41642/robo-advisor-comparison/>

²⁰ *Investor Alert Bulletin*, 2016, SEC, FINRA. URL: <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/autolistingtoolshtm.html>

3. Признать, что результат работы инструмента напрямую зависит от того, какую информацию ему предоставляет пользователь.

4. Учесть, что автоматизированный инструмент может оказаться неточен в отношении целей пользователя – во многом это связано с тем, что автоматизированный инструмент не может учесть всего спектра значимых деталей.

5. Защитить личную информацию.

При этом для определения надежности робо-эдвайзера в части обеспечения защиты личной информации клиент должен получить возможность ознакомиться с компанией-производителем и поставщиком соответствующего продукта.

В свою очередь FINRA выпустила обзор цифровых инструментов инвестиционного консультирования, напоминая участникам рынка о необходимости следовать юридическим нормам в случае применения этих инструментов²¹.

Эффективные практики в случае применения робо-эдвайзеров (не вводимые нормативно, но рекомендованные FINRA участникам рынка), по мнению FINRA, должны включать:

- управление и надзор за методологиями и алгоритмами;
- управление и надзор за портфелями и конфликтами интересов;
- профилирование пользователей;
- автоматизированную ребалансировку портфеля;
- обучение пользователей.

Британский регулятор (FCA) рассматривает робо-эдвайзеров как перспективную и эффективную технологию. В обзоре рынка финансовых

консультационных услуг за 2014–2015 годы²² отмечается, что на финансовом рынке Великобритании есть ряд существенных пробелов, в результате чего две трети продаж финансовых продуктов не сопровождались консультациями, при этом 34% покупателей, не воспользовавшихся консультациями, пожалели о сделке. При этом фирмы сосредоточены на «дорогих» клиентах: очное консультирование имеет довольно высокую себестоимость, что ограничивает его доступность для обладателей небольшого объема активов. В сложившейся ситуации технологические решения могут стать выходом из ситуации, обеспечив клиентов финансовых организаций недорогим сервисом.

Для помощи разработчикам робо-эдвайзеров FCA планирует сформировать специальный орган (Advice Unit, отдел по консультированию) в рамках своего подразделения Project Innovate.

С учетом изложенного формирование инвестиционной стратегии клиента представляется перспективным осуществлять как непосредственно финансовым советником, так и с использованием Систем.

При этом для обеспечения возможности формирования инвестиционной стратегии с использованием Систем на уровне законодательства (нормативного акта Банка России) к ним должны быть установлены основные требования, в частности порядок валидации Систем, меры ответственности за их некорректную работу, а также требования к обязательным для исполнения стандартам, разрабатываемым СРО в целях регламентации функционирования Систем, в том числе требования к определению источников данных.

²¹ *Digital investment advice report, March 2016, FINRA.* URL: <http://www.finra.org/sites/default/files/digital-investment-advice-report.pdf>

²² *Financial Advice Market Review, March 2016, FCA.* URL: <https://www.fca.org.uk/static/fca/documents/famr-final-report.pdf>

Вопросы

- 2.2.1. Поддерживаете ли вы использование в деятельности инвестиционных компаний при формировании инвестиционной стратегии клиента автоматизированных программ – «робо-консультантов», обеспечивающих клиентов необходимой информацией в области инвестирования на финансовом рынке? (Поясните почему)
- 2.2.2. Полагаете ли вы возможным совмещение услуг финансовых советников с «робо-консультантанием»?
- 2.2.3. Каким образом, по вашему мнению, возможно обеспечить заинтересованность финансовых компаний в формировании привлекательной для клиента инвестиционной стратегии?
- А. Путем установления определенной ответственности за неправильное/недобросовестное определение инвестиционной стратегии клиента.
- Б. Необходимо предусмотреть в качестве требований для лиц, определяющих инвестиционную стратегию, требования по наличию соответствующего сертификата (для физических лиц), лицензии (для юридических лиц).
- В. Иное. (Укажите свой вариант)

2.3. Ответственность за определение инвестиционного профиля

Отдельного внимания заслуживают требования к ответственности, предъявляемые к лицам, определяющим инвестиционный профиль.

В настоящее время в отсутствие института финансового советника в Российской Федерации предусмотрена ответственность для инвестиционных компаний за совершение сделок по приобретению ценных бумаг и финансовых инструментов, предназначенных для квалифицированных инвесторов.

Брокер имеет право совершать сделки по приобретению ценных бумаг и финансовых инструментов, предназначенных для квалифицированных инвесторов, только если клиент, за счет которого совершается сделка, является или признан брокером квалифицированным инвестором. Нарушение брокером этого требования, в том числе в результате неправомерного признания клиента квалифицированным инвестором, имеет следующие последствия.

Во-первых, на брокера возлагается обязанность по приобретению за свой счет у клиента ценных бумаг по требованию клиента и по возмещению клиенту всех расходов, понесенных при совершении указанных сделок, включая расходы на оплату услуг брокера, депозитария,

организатора торговли на рынке ценных бумаг. Покупка ценных бумаг осуществляется по наибольшей из следующих цен:

- цены приобретения этой ценной бумаги,
- рыночной цены на дату заявления клиентом требования о приобретении у него ценных бумаг.

Во-вторых, на брокера возлагается обязанность по возмещению клиенту убытков, причиненных в связи с исполнением сделок с иными финансовыми инструментами, в том числе всех расходов, понесенных клиентом при совершении указанных сделок, включая расходы на оплату услуг брокера, организатора торговли на рынке ценных бумаг. Иск о применении рассмотренных последствий может быть предъявлен клиентом в течение одного года с даты получения им соответствующего отчета брокера о совершенных сделках. В соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» рассмотренные последствия не наступают при признании лица квалифицированным инвестором на основании представленной им недостоверной информации.

В международной практике наличие института финансового советника (инвестиционного консультанта) сопровождается введением соответствующей ответственности за принимаемые им решения, виды ответственности различаются по следующим юрисдикциям.

В США предусмотрена фидуциарная ответственность инвестиционного консультанта перед клиентом²³. Активы клиента, которыми управляет инвестиционный консультант, инвестируются исключительно в интересах клиента.

В Европейском союзе надзорные органы в соответствии с положениями MiFID II наделены широкими полномочиями по применению санкций в отношении нарушителей требований директивы.

Так, ESMA может требовать прекращения деятельности инвестиционной фирмы, нарушающей нормы, закрепленные в MiFID II или Регламенте ЕС «О рынках финансовых инструментов»²⁴, заморозить или конфисковать активы нарушителей, принять необходимые меры для того, чтобы инвестиционные фирмы и регулируемые рынки действовали в соответствии с требованиями законодательства, а также требовать приостановить торговлю определенным финансовым инструментом, если установит, что продолжением деятельности инвестиционной компании или торговли может быть нанесен ущерб правам и интересам инвесторов.

В Великобритании существует следующая ответственность за недобросовестные действия в отношении инвесторов:

- дисциплинарная (включая отзыв лицензии);
- гражданская (штрафы).

В Великобритании существует широкий спектр возможных оснований для применения мер воздействия к нарушителям при их недобросовестном поведении на рынке, в том числе в отношении инвесторов.

Основаниями для привлечения к ответственности становятся следующие действия:

- неправильная оценка финансового состояния клиента;
- непригодность финансовых инструментов для клиента с учетом его инвестиционных целей, финансового состояния, инвестиционных знаний и опыта;

– недостатки в обучении торгового персонала и мониторинге торговых процессов;

– неправильное определение уровня риска, который клиент желал и был способен принять в отношении своих инвестиций;

– отсутствие подтверждения получения клиентом достаточных и адекватных его опыту и знаниям консультаций и инструкций в отношении рекомендованных ему для инвестирования финансовых инструментов.

При этом для квалификации действий инвестиционных фирм и консультантов применяются правила, отраженные в COBS.

Основания для гражданских исков и возбуждения уголовных дел:

- невыполнение предусмотренных законом обязанностей,
- невыполнение предусмотренных договором обязанностей,
- деликт (гражданское правонарушение),
- введение в заблуждение.

В Бразилии лицо, понесшее убытки в результате неверной консультации, вправе подать в суд за возмещением убытков. Список правонарушений определен законом²⁵. За правонарушения предусмотрены следующие виды наказаний:

- публичное порицание (цензура, запрет рекламы),
- административная ответственность в виде наложения штрафа,
- временный или постоянный запрет на некоторые виды деятельности, в том числе запрет на работу в качестве консультанта,
- приостановление регистрации в качестве менеджера или консультанта.

В Израиле для инвестиционных консультантов за нарушение положений закона²⁶ предусмотрены следующие виды наказаний:

- дисциплинарные (включая отзыв лицензии),
- гражданские (штрафы),
- уголовные (срок лишения свободы до двух лет, может быть заменен на штраф).

Поскольку в случае определения инвестиционного профиля «квалифицированного ин-

²³ В случае предоставления инвестиционному консультанту свободы решений относительно своих инвестиций.

²⁴ Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on Markets in Financial Instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012.

²⁵ CVM Instruction 306/99 и AML Law 9, 613/98.

²⁶ Regulation of Investment Advice, Investment Marketing And Portfolio Management Law.

вестора» ему могут быть предложены сложные финансовые инструменты, существует необходимость установить ответственность финансовых организаций за его некорректное определение.

При этом предоставление рекомендаций клиенту и разработка для него инвестиционной стратегии должны осуществляться исключительно на основании инвестиционного профиля клиента. В случае их несоответствия лицо, предоставляющее рекомендацию либо отвечающее за разработку инвестиционной стратегии, также должно нести ответственность.

В рамках обеспечения защиты прав и законных интересов инвесторов от возможных недобросовестных действий со стороны финансовых организаций наиболее эффективным представляется установление сочетания следующих мер ответственности:

1. Меры по обеспечению правильности категорирования инвесторов.

1.1. Установить ответственность за неправомерное отнесение лиц к той или иной категории с одновременным обеспечением независимого контроля за соответствующим категорированием.

2. Меры по защите «неквалифицированного инвестора».

2.1. Установить ответственность, вплоть до аннулирования лицензии, за предложение и (или) продажу «неквалифицированному инвестору» финансовых инструментов и услуг, не разрешенных для его категории.

2.2. Создать на базе СРО независимый специализированный арбитражный комитет для контроля за соотношением предложенных финансовым советником продуктов и услуг уровню понимания клиента.

2.3. Установить обязанность финансового советника или участника финансового рынка по возмещению убытков, понесенных клиентом (за исключением упущенной выгоды), в случае предложения и (или) продажи ему финансового инструмента с неприемлемым для него уровнем риска.

Указанный механизм возмещения понесенных клиентом убытков возможно предусмотреть в том числе посредством института медиации и/или финансового омбудсмана.

2.4. Возложить бремя доказывания приемлемости риска предложенного и (или) проданного «неквалифицированному инвестору» финансового инструмента на финансового советника или участника финансового рынка.

2.5. Установить ответственность финансового советника, одновременно являющегося финансовой организацией (или с ней аффилированного), за нарушение требований законодательства о предотвращении конфликта интересов подразделения.

3. Меры по защите «квалифицированного инвестора».

3.1. Установить ответственность финансовой организации за неправильное определение инвестиционного профиля «квалифицированного инвестора».

3.2. Установить ответственность организации за нарушение требований законодательства к порядку, срокам и иным аспектам в части уведомления клиента о рисках.

3.3. Предусмотреть меры, например путем создания на базе СРО специальной комиссии по обеспечению контроля за качеством информации (ее полнотой, простотой для восприятия), предоставляемой финансовой организацией своим клиентам в отношении инвестирования и характеристик финансовых инструментов.

3.4. Установить ответственность финансовой организации за нарушение требований законодательства к соотношению размера обеспечения, предоставленного клиенту, и размера его обязательств.

3.5. Возложить бремя доказывания приемлемости риска предложенного и (или) проданного «квалифицированному инвестору» финансового инструмента на финансового советника или участника финансового рынка.

Вопросы

- 2.3.1. Какую вы полагаете необходимым установить ответственность за неправомерное отнесение лиц к категории, а также за предложение и (или) продажу «невалифицированному инвестору» финансовых инструментов и услуг, законодательно не разрешенных для его категории?
- 2.3.2. Какое вы полагаете целесообразным предусмотреть регулирование для повышения ответственности лиц, определяющих инвестиционный профиль?
В частности, поддерживаете ли вы установление вышеприведенных мер ответственности (если нет, то поясните почему, и предложите свой вариант установления ответственности указанных лиц)?
- 2.3.3. Каким образом вы полагаете целесообразным осуществлять проверку (подтверждение) достоверности предоставляемой клиентом информации для отнесения его к той или иной категории инвесторов, определения его инвестиционного профиля?
- 2.3.4. Каким образом вы полагаете возможным повысить эффективность системы вознаграждения для улучшения качества оказываемых инвестиционной компанией услуг?

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Процесс перехода к либерализации финансового рынка должен осуществляться эволюционно, с учетом как уровня развития финансовых институтов и конкуренции поставщиков финансовых услуг, так и уровня понимания клиентами финансовых организаций и потенциальными инвесторами финансовых инструментов.

Изменение подходов в механизмах защиты инвесторов также должно осуществляться исключительно по мере развития финансового рынка и повышения финансовой грамотности населения.

К задаче регулятора относится нахождение правильного соотношения между предоставлением свободы поведения участникам финансового рынка и уровнем стандартизации правил их поведения.

В рамках указанной задачи в настоящем докладе по всем предложенным направлениям развития регулирования были сформулирова-

ны основные вопросы для обеспечения возможности учета мнения всех заинтересованных лиц по данной теме.

При этом необходимо отметить, что основной целью совершенствования регулирования в указанной сфере является обеспечение благополучия населения путем предотвращения нежелательных последствий инвестирования и предоставления новых возможностей улучшения своего благосостояния на финансовом рынке.

Достижение указанной цели позволит повысить доверие населения к финансовому рынку и обеспечить приток денежных средств в финансовый сектор отечественной экономики, а осознанный выбор со стороны потребителя – повысит конкуренцию между финансовыми институтами, что, в свою очередь, является важным фактором экономического развития страны.

