

# Клиент в инвестпрофиль

**В Москве 15 ноября 2019 года прошла вторая конференция НАУФОР, посвященная инвестиционному консультированию. В рамках конференции проведена сессия «Базовые стандарты инвестиционного консультирования: что необходимо знать»**

Фотографии Павел Перов

Участники: Ольга Шишлянникова (первый заместитель директора Департамента рынка ценных бумаг и товарного рынка Банка России); Алексей Тимофеев (президент НАУФОР).

**Алексей Тимофеев.** Формат этой сессии — в определенной степени эксперимент для НАУФОР. Обычно я или кто-то из моих коллег интервьюирует собеседника, которым обычно является сотрудник Центрального Банка. А сейчас я постараюсь быть равным собеседником Ольге и даже, может быть, буду говорить больше, чем она. Но буду каждый раз просить ее согласиться или не согласиться с моими утверждениями.

Предмет нашего обсуждения юридический: предполагается обсудить, как в ближайшее время будет регулироваться деятельность по инвестиционному консультированию (мы полагаем, что это произойдет в ближайшее время). Постараемся сконцентрироваться на двух-трех темах в рамках

общего обсуждения стандарта по инвестиционному консультированию, которые, мне кажется, очень важны для тех, кто намерен осуществлять деятельность по инвестиционному консультированию.

Итак, у нас несколько тем. Первая — что такое инвестиционное консультирование. Вторая тема (посмотрим, дойдет ли дело до третьей) — инвестиционное профилирование, осуществляемое инвестиционными советниками. Как это делается, особенности инвестиционного профилирования, осуществляемого инвестиционными советниками разными способами. Это интересно.

Итак, что такое инвестиционное консультирование. Определение этого понятия было дано в законе, где оно, это понятие, получилось очень абстрактным и похожим на очень многие другие услуги, которые на практике инвестиционным консультированием не являются (или не должны являться).



Закон определил инвестиционное консультирование как деятельность по предоставлению индивидуальных инвестиционных рекомендаций. И, может быть, с этого бы я и начал. «Деятельность», «предоставление», «индивидуальные инвестиционные рекомендации» — каждое из этих слов имеет собственное значение. Вместе с определением понятия «индивидуальная инвестиционная рекомендация», которое дано в Базовом стандарте, они образуют понятие «инвестиционное консультирование».

«Деятельность» — довольно абстрактное понятие во всех случаях использования. Прав ли я буду, если

скажу так: деятельность — это обычно несколько действий; но не всегда несколько действий являются деятельностью. И бывает ли так, что одно действие тоже может быть признано деятельностью? Я-то думаю, что может, потому что если действие случайно, эпизодично, то это никогда не деятельность. Одно действие тоже может быть деятельностью. Если говорить об инвестиционном советнике, то это лицо, которое ведет себя как советник, преподносит себя как советник и берет, например, вознаграждение как советник. В то же время есть много действий, достаточно часто производимых, но в целом деятельностью по

инвестиционному консультированию они не являются.

Это разумное объяснение? Или что-то с этим не так?

**Ольга Шишляникова.** Добрый день, коллеги! Я немножко не согласна с Алексеем, что у нас до сегодняшнего дня не было регулирования деятельности инвестиционных советников. Все-таки есть закон, есть даже несколько нормативных актов Банка России. Наверное, мы сейчас говорим про Базовый стандарт совершения инвестиционным советником операций на финансовом рынке.

**Алексей Тимофеев.** Да.

**Ольга Шишляникова.** Здесь имеется существенная особенность: мы пытаем-



ся (наверное, в первый раз) переложить значительную долю регулирования с плеч регулятора, с плеч Банка России на плечи самих участников. Нам это доставляет почти удовольствие. Потому что прежде каждый раз, когда нас критиковали за нормативные акты или законы, то участники рынка говорили: «Вы написали не так. Вот так надо было написать, чтобы все было понятно». Вокруг Базового стандарта по инвестиционному консультированию (в дальнейшем буду просто говорить: «Базовый стандарт») в последний год шли очень активные дискуссии. И, мне кажется, те, кто в них участвовал, испытывают определенное сочувствие к Банку России, когда думают

про то, что теперь уже им самим надо разработать нормативный акт. Потому что, оказывается, все не так просто, и то, что хорошо для одного участника процесса, плохо другому.

**Алексей Тимофеев.** Нет-нет, нам понравилось, не сомневайтесь, мы продолжим.

**Ольга Шишляникова.** Замечательно.

Теперь, что касается деятельности. Я бы сказала, что ничего нового мы здесь обсудить не можем. Вот возьмем для примера всем наиболее понятную брокерскую деятельность. Один раз исполнить поручение клиента, выйти на рынок и купить ценную бумагу для клиента, а не для себя, — это брокерская деятельность?

**Алексей Тимофеев.** Нет. Если брокер (или кто-то иной) однажды даст совет, который всеми своими признаками соответствует индивидуальной инвестиционной рекомендации, но это было случайно, он не называл себя инвестиционным советником и денег за это не взял, накажет ли его регулятор за это? **Ольга Шишляникова.** Если мы говорим про привлечение к ответственности, то известно, что закон требует заключить договор. Да, при обсуждении базового стандарта были жаркие дискуссии относительно того, что такое договор. Если бы все было просто: вот есть бумага, на ней сверху написано: «Договор об инвестиционном консультировании»...

Если такой бумаги у клиента или у инвестиционного советника нет, то тогда и инвестконсультирования нет. Это самый простой вариант. Но, к сожалению, жизнь — то не такая простая, она состоит не только из белого и черного, содержит сплошные оттенки. И эти оттенки в судебных практиках приобретают совершенно другое значение. Потому что то или иное слово в договоре о брокерском обслуживании может привести суд к выводу о том, что договор о брокерском обслуживании был смешанным. И, соответственно, этот договор о брокерском обслуживании регламентирует не только брокерскую деятельность, взаимоотношения клиента и брокера в рамках оказания брокерских услуг, но, возможно, регламентирует также целый ряд других правоотношений. В том числе, если, например, присутствуют слова про консультацию, или рекомендацию, или даже информацию, то это судом при определенных ситуациях может быть трактовано в том смысле, что наличие договора между советником и профессиональным участником рынка ценных бумаг имело место.

Требование закона о том, что инвестконсультирование осуществляется только на основании договора, — достаточно четкое и однозначное. Соответственно, если вы сели в такси и начинаете с таксистом обсуждать, куда инвестировать, а он говорит: «Ой, я вчера купил такую-то бумагу, за ночь она отросла на 5%, вы тоже срочно купите» — все-таки это тяжело будет отнести к инвестконсультированию.

Поэтому при рассмотрении вопроса, осуществлялась или нет определенная деятельность без получения специального разрешения, Банк России будет смотреть, может быть, не столь пристально, как суд. Наверное (или может быть) мы не сможем использовать свидетельские показания. Но мы все-таки будем ориентироваться на то, как сформулирован договор с клиентом, в первую очередь. Соответственно, если в дого-

воре отсутствует прямое указание на то, что [клиенту] оказывается инвестиционная рекомендация, то нас будет гораздо больше смущать другое — насколько агрессивно предлагались те или иные инструменты. Потому что агрессивное предложение — это, скорее, продажа, чем рекомендации. Но в первую очередь, конечно, мы будем отталкиваться от наличия договора.

**Алексей Тимофеев.** Вознаграждение не является признаком инвестиционного консультирования. Я согласен с тем, что договор, наверное, существенно более важен в оценке того, является ли услуга инвестиционным консультированием, если она оказывается случайно, между прочим.

**Ольга Шишлянникова.** Если говорить про вознаграждение. Мы же понимаем, что сейчас все время говорим о ситуации, когда профессиональный участник совмещает различные виды деятельности. Потому что если речь идет о советнике, который осуществляет только эту деятельность, то там странным будет наличие безвозмездного договора. Если к советнику пришел клиент и они заключили договор, то с очень большой долей вероятности это именно договор об инвестиционном консультировании.

Что касается совмещения иных видов деятельности именно с брокерской в первую очередь деятельностью, то все то же самое, что я говорила в отношении договора, верно и в отношении вознаграждения. Всегда можно сказать, что комиссия, которую брокер берет за оказание услуг, включает в том числе и плату за оказанные рекомендации.

На мой взгляд, вознаграждение само по себе не является явным критерием, во-первых, в силу того, что в законе про это не сказано. Да, мы знаем, что договоры, которые заключаются в рамках предпринимательской деятельности, вроде бы не должны быть безвозмездными.

Но мы знаем также, что такие договоры есть, и там возникают вопросы у налоговой инспекции, которая трактует это как

своего рода дарение и считает, что с той суммы, которую не получили за услугу, предприниматель все равно обязан уплатить налоги. Однако это другая тема, это не тема нашей дискуссии.

Но я бы не относила вознаграждение к признакам, которые что-то добавляют или не добавляют к идентификации того, была ли оказана инвестрекомендация, либо было совершено какое-то другое действие.

**Алексей Тимофеев.** Закон был настолько абстрактен, что понадобилось внести в него изменения, предусматривающие, что признаки индивидуальной инвестиционной рекомендации могут быть определены базовым стандартом. То, на что мы потратили некоторое время (почти весь 2019 год) и что было очень большой интригой для всей индустрии, теперь принято комитетом [на заседании 2 октября 2019 года Комитет по стандартам по деятельности инвестиционных советников при Банке России согласовал базовый стандарт совершения инвестиционным советником операций на финансовом рынке]. И теперь Базовый стандарт содержит определение понятия, которое является ключевым для оценки того, является ли конкретная деятельность инвестиционным консультированием. Это понятие индивидуальной инвестиционной рекомендации.

Мне не кажется, что у нас получилось идеально. Но мы очень хорошо изучаем международный опыт. И видим, что вызовы такого рода — проблемы определения понятия индивидуальной инвестиционной рекомендации, инвестиционного консультирования — это вызовы, с которыми сталкиваются во всех юрисдикциях. И везде это требует дальнейшего толкования, уточнения, и везде это делается по-разному. Но то, что мы сделали, более или менее похоже на то, что является определением инвестиционного консультирования за рубежом.

Я насчитал около восьми признаков индивидуальной инвестиционной рекомендации, некоторые из них мы

уже упомянули. Они по-разному комбинируются, но шесть или семь из них должны обязательно присутствовать, в зависимости от комбинации. Я сейчас их перечислю, и мы обсудим, что каждый из них значит.

**Ольга Шишлянникова.** Наверное, можно дробить более сильно. В Базовом стандарте сейчас зафиксировано три признака, поэтому я пытаюсь судорожно пересчитать их еще раз, чтобы получить цифру, близкую к той, которую назвал Алексей.

**Алексей Тимофеев.** Итак, признаки. Я считаю таковыми все, что [в тексте Базового стандарта] начинается после тире и слов «индивидуальная инвестиционная рекомендация».

Итак, Ольга уже об этом говорила, — наличие договора об инвестиционном консультировании, по существу, является признаком. Нет договора — нет инвестиционного консультирования. Таким образом, вопрос о том, осуществляется ли инвестиционное консультирование, возникает только в том случае, если есть договор. В противном случае это разговор товарищей, это обсуждение, не имеющее юридического смысла, — но это не инвестиционное консультирование, не индивидуальная инвестиционная рекомендация.

Далее. Обращение к определенному лицу. Оно обязательно должно присутствовать. Вы должны обратиться, как можно более конкретно идентифицировав того, к кому обращаетесь. Но, например, рассылка (мы об этом поговорим), даже именная, — можем ли мы ее считать обращением к определенному лицу или нет?

Следующий признак — то, что я называю «рекомендацией сделки». Информация, которая была адресована определенному лицу, должна содержать рекомендацию на совершение сделки с определенным финансовым инструментом: с ценной бумагой или производным финансовым инструментом. Инструмент должен быть максимально определен,

это не обязательно указание ISIN, но должно исключаться недопонимание, о чем именно идет речь. Например, о какой именно акции «Газпрома» — привилегированной или обыкновенной — идет речь в этой рекомендации.

Далее. Следующий очень важный признак индивидуальной инвестиционной рекомендации, который я называю «заботой». Сами отношения между инвестиционным советником и его клиентом — это отношения фидуциарные, основанные на приоритете интересов клиента перед интересами советника. Внешне это выражается в заботе об интересах клиента. Если информация о конкретном финансовом инструменте сопровождается комментариями, которые свидетельствуют, что советник заботится о том, что рекомендуемый инструмент подойдет клиенту, то это становится очень сильно похожим на индивидуальную инвестиционную рекомендацию.

Далее. Цена. Должна быть определенная (или определяемая) цена. Понятно, отсылка к источнику, из которого можно выяснить цену, — достаточна для того, чтобы считать, что цена определена. Или, наоборот, исходя из цены, может быть определено количество инструментов, с которыми предлагается совершить определенную сделку.

Далее. Отсутствие дисклеймера.

Ольга, буду рад комментариям по поводу всех этих признаков: что ты считаешь важным, на что считаешь необходимым обратить внимание. Особенно насчет того, как работает дисклеймер. Определение понятия индивидуальной инвестиционной рекомендации упоминает (в качестве признака и наряду с наличием определенной цены) отсутствие дисклеймера, а стало быть, заявления о том, что эта информация инвестиционной рекомендацией не является. Как это работает?

**Ольга Шишлянникова.** Мы можем только предполагать, как это будет работать. Думаю, конкретику мы получим только

когда появится судебная практика и мы поймем, как суды воспринимают это.

Если говорить про признаки. Надо сказать, что в Базовом стандарте регулятор (совместно с рынком) создал такую формулировку, что инвестиционная рекомендация может быть признана таковой лишь тогда, когда в наличии все признаки. Если отсутствует какой-то из признаков, то это уже не инвестиционная рекомендация.

На мой взгляд, самый важный признак — «забота», как ее назвал Алексей. Потому что этот признак в большинстве случаев ограничивает деятельность инвестиционного советника от иной деятельности. До тех пор, пока не прозвучали слова «это только для вас», «это именно то, что тебе нужно», «потому, что я знаю твой инвестпрофиль»... я сейчас фантазирую, произношу произвольные слова. Когда проявлена забота именно о конкретном клиенте, — это тот признак, который, на мой взгляд, в первую очередь свидетельствует либо о наличии, либо об отсутствии инвестиционной рекомендации.

Мы долго дебатировали вопрос, Банк России выступал против цены как признака инвестиционной рекомендации, потому что мы исходили в первую очередь из интересов розничного клиента, за которого всегда переживаем. Предположим, человек, несведущий в рынке, пришел к профессионалу, и этот профессионал ему говорит: «обыкновенные акции «Газпрома» — именно то, что тебе нужно, это подходит твоему профилю, это соответствует твоим ожиданиям по доходности, это инструмент с тем риском, который ты готов принять». При этом профессионал не говорит, какова цена акций «Газпрома» или как она определяется. В такой ситуации нормальный человек, несведущий в рынке, услышав такую информацию, воспринимает ее как рекомендацию профессионала к определенным действиям. Поэтому, с нашей точки зрения, наличие цены или ее отсутствие — все-таки не

основной признак, который отделяет инвестиционную рекомендацию от иных услуг, которые оказываются на финансовом рынке.

Но мы пошли навстречу профессиональному сообществу и согласились применять этот признак как альтернативный. Если цена есть, то пускай будет признаком. Но в случае если цены нет, то обязательно должен быть дисклеймер, что это не инвестиционная рекомендация. Для того чтобы обыватель, который воспринимает это как руководство к действию, в конце получил ушат воды: «Это не инвестиционная рекомендация, вам надо оценить другую информацию, другие аспекты ваших жизненных условий для того, чтобы принять решение». Наличие дисклеймера в Базовый стандарт также включено.

На мой взгляд, разумный человек, который услышал первую половину спича (о том, что инструмент хороший), услышав вторую часть, должен понять, что это было не прямое указание к действию, а просто информация, которую он должен критически оценить, прежде чем примет какое-то решение.

Рынку казалось, что наличие цены — все-таки более объективный признак, чем признак заботы, чем признак наличия договора, чем признак конкретного предложения сделки. В Банке России посчитали, что подход с присутствием дисклеймера при отсутствии цены также может быть поддержан.

**Алексей Тимофеев.** Цена реже встречается в других, похожих на инвестиционное консультирование, услугах. Вот почему мы просили рассмотреть это в качестве признака.

И повторюсь про заботу: забота — это очень важно. Этот признак должен, во всяком случае, исключать заблуждение клиента в отношении того, в каком качестве с ним работает финансовая организация, сотрудник этой финансовой организации. У инвестора не должно быть никаких сомнений: является ли сотрудник сейлзом (и значит, действует

без учета его интересов, отдавая на усмотрение самого клиента инвестиционное решение); либо сотрудник является инвестиционным советником (и значит, заботится об интересах инвестора, считает, что конкретный инструмент ему подходит).

Поэтому Базовый стандарт говорит о заботе как о признаке индивидуальной инвестиционной рекомендации. И одновременно говорит о том, что в случаях, когда такого рода заблуждение [является ли конкретное предложение инвестором рекомендацией или нет] может возникнуть, рекомендуется пользоваться дисклеймером; и такой дисклеймер предупреждает клиента о случаях, когда инвестор не может судить о том, подходит ли конкретная сделка, конкретный инструмент интересам инвестора, когда решение о сделке или инструменте отдается целиком и полностью на усмотрение инвестора и на его риск. А если инвестор хочет получить инвестиционный совет, то должен обратиться к другому специалисту.

Как все-таки работает дисклеймер? Может ли дисклеймер лишить рекомендацию качества инвестиционной, при наличии всех остальных признаков? Можно ли продемонстрировать заботу, можно ли предложить конкретному клиенту конкретный финансовый инструмент по конкретной цене и сказать: «Это не инвестиционная рекомендация»? Что бы это значило, если бы было сделано?

**Ольга Шишлянникова.** Я думаю, как долго мне держать паузу для того, чтобы всех заинтриговать...

**Алексей Тимофеев.** А все уже и так заинтригованы.

**Ольга Шишлянникова.** Я понимаю, вы ждете, что я скажу: «дисклеймер решает все ваши проблемы, вы встали дисклеймер — и жизнь ваша стала прекрасна».

Но вернусь к тому, с чего начала. Представьте себе ситуацию: судебный спор, клиент приходит в суд и говорит:

«Смотрите, у меня есть договор об инвестиционном консультировании, у меня есть запись того, как я общался с этим участником. Он сказал и про то, какую конкретно сделку совершить, и про то, что это подходит под мой профиль, и под мои ожидания риска и доходности, и даже цену назвал. А потом сказал: «Это не является инвестиционной рекомендацией». С вашей точки зрения, есть ли вероятность того, что судья скажет: «Да конечно же, это не инвестиционная рекомендация, раз вам так сказали»? Наверное, нет.

Именно поэтому, когда рынок очень хотел, чтобы в базовом стандарте появилась фраза о том, что такие-то и такие-то услуги не являются индивидуальными инвестиционными рекомендациями, а регулятор настаивал на ином решении, то рынок (спасибо ему за это) пошел на компромисс. И формулировка про несоответствие признакам вошла в текст стандарта. Потому что мы боялись, что вы воспримете это как индульгенцию. А, на мой взгляд, это полной индульгенцией не является. И даже не потому, что Банк России может привлечь участника рынка к ответственности. Но потому, что вы должны понимать: далеко не всегда дисклеймер сможет спасти, особенно в отношении клиентов, которые хотят злоупотребить своим правом. Вот для таких — абсолютно точно — дисклеймер не будет препятствием. Поэтому, принимая решение, вы должны исходить из этого.

Да, в отношении адекватных и разумных клиентов, которые пришли именно за услугой, а не за тем, чтобы потом шантажировать профессионального участника, наличие дисклеймера — это красный флажок. Но остается еще зона риска, которую дисклеймер, на мой взгляд, не закрывает. Может быть, не очень большая, но она есть. Каждый участник рынка должен сам решать, принимать этот риск или не принимать, и как с этим риском бороться.

**Алексей Тимофеев.** Вот это очень важно. Я хочу, чтобы вы имели в виду это толкование Банка России по поводу чрезвычайно непростой формулировки. Вам может показаться, будто бы дисклеймер имеет большее значение, чем имеет в виду Центральный Банк.

**Ольга Шишляникова.** В качестве ремарки. Скорее всего, если имела место очень агрессивная продажа, то регулятор будет предъявлять претензии именно к агрессивности продажи, а не к тому, дал инвестсоветник рекомендацию или нет. Наша цель в том, чтобы продажи были цивилизованными, чтобы на клиента не давили при принятии решения, чтобы он мог взвесить все «за» и «против». Мы от этого не откажемся. Это другая, параллельная, работа Банка России. Она полностью не завязана на наше отношение к инвестиционному консультированию.

**Алексей Тимофеев.** Это абсолютно правильно, потому что не быть инвестиционным консультантом — не означает теперь избегать любого вообще регулирования. В связи с этим стоит обратить внимание на стандарты предложения финансовых продуктов, работа над которыми завершается. Вероятно, в ближайшее время будут приняты эти стандарты, которые посвящены, по существу, сейлзам — как финансовые продукты должны предлагаться, если они предлагаются не инвестиционными советниками.

**Ольга Шишляникова.** На мой субъективный взгляд, действия сейлзов по утвержденным скриптам, произнесение именно тех слов, которые в скриптах прописаны, — это серьезная защита. Потому что есть базовый стандарт по предложению. Если прозвучали определенные слова, то весь рынок понимает это как продажу. Если не прозвучали, то это не продажа. Мне казалось, что для судебных споров это гораздо более веское основание, чем добавление дополнительных признаков к инвестиционной рекомендации.

**Алексей Тимофеев.** Что в связи с этим еще важно знать? Это предмет базового стандарта, а значит, предмет надзора саморегулируемых организаций. И, конечно, НАУФОР как СРО в нашей правоприменительной практике будет ориентироваться на мнение Центрального банка. Но мы, со своей стороны, намерены быть чрезвычайно осторожными в оценке. Доверьте нашему профессионализму как саморегулируемой организации оценки того, является ли конкретная деятельность инвестиционным консультированием, — в каждом конкретном случае, с учетом всех обстоятельств. Соответственно, и наказание будет следовать в том случае, если мы будем приходить к выводу, что нет никаких сомнений на тот счет, что в данном случае мы имеем дело с индивидуальной инвестиционной рекомендацией, с инвестиционным консультированием.

Забота — это очень важно. Есть случаи, когда забота не имеет значения, — это автоследование. Автоследование, в соответствии с нашим общим толкованием, является видом инвестиционного консультирования. По существу, это демонстрация примера, за которым клиенту предлагается последовать способом, чрезвычайно похожим на доверительное управление. Однако этот способ доверительным управлением не является — просто потому, что автору стратегии активы клиента в распоряжение не передаются, они могут находиться в другом месте. Строго говоря, если бы эту практику захотели назвать доверительным управлением, то так не вышло бы, поскольку это не соответствует российскому Гражданскому кодексу. Но все остальное очень похоже. Инвестиционное консультирование и доверительное управление подчиняются одним и тем же фидуциарным правилам, необходимости ставить интересы клиента выше своих собственных и, соответственно, регуляторному режиму, похожему на инвестиционное профилирование. Инвестиционных советников и

доверительных управляющих объединяют и некоторые другие требования

Тему дисклеймера я на этом завершу. Могу сказать о том, с чем мы столкнулись, когда эту тему обсуждали. Например, остается вопрос с ИВ. Я нашел американское разъяснение, которое звучит буквально следующим образом: сотрудники SEC полагают, что структурирование сделки в рамках подготовки IPO, хотя и отвечает всем признакам инвестиционного консультирования, однако инвестиционным консультированием не является.

Толкование имеет большое значение. Мы будем толковать практику в соответствии со здравым смыслом, исходя из определения понятия, которое выработали, а также общих практических соображений.

**Ольга Шишляникова.** Я бы вернулась к автоследованию. Не считаю, что в автоследовании нет категории «забота». Вопрос в другом: когда она, эта забота, проявляется и как. Когда клиенту изначально предлагается конкретная стратегия автоследования, она ему предлагается именно потому, что соответствует его интересам, соответствует его ожиданиям и всему остальному. Да, наверное, эта забота не проявляется при отправлении сигнала, но она сохраняется, начиная со стадии заключения договора или предложения продажи этой стратегии, а потом просто исполняется. Поэтому мне кажется, что «забота» и для автоследования — это тоже признак, который работает в полном объеме. Просто он не распределен во времени, а привязан к начальной стадии предложения той или иной стратегии.

**Алексей Тимофеев.** Закрывая тему определения и понятий, я хотел бы вот еще чем поинтересоваться. Есть сложные продукты, которые включают в себя деривативы. Означает ли это, что предложение структурных продуктов, ценными бумагами не являющихся (назовем вещи своими именами, предложение ИСЖ), должно считаться инвестиционным кон-



сультированием, если соответствует всем остальным признакам. Означает ли это, таким образом, что ИСЖ можно предлагать только с заботой и только через инвестиционного советника?

**Ольга Шишляникова.** Мне кажется, вопрос очень дискуссионный. До сих пор нет ни судебной практики, ни каких-то иных подтверждений тому, что индивидуальное страхование жизни можно считать инструментом, который точно в себе содержит элемент производного финансового инструмента, то есть является смешанным договором. Если мы соглашаемся с тем, что все-таки договор смешанный (такая трактовка допустима), то это означает, что рекомендовать

его надо по правилам закона об инвестиционных советниках. Но это не означает, что его нельзя продавать. Да, продажи не должны быть агрессивными, должны сопровождаться разъяснением определенных рисков и так далее. Ровно так же, как при продаже других инструментов, такая продажа должна быть цивилизованной.

Но есть право и на другую трактовку; есть представление о том, что ИСЖ — это все-таки договор страхования. Да, специфический, но он в себе не содержит производного финансового инструмента. И я даже понимаю, почему такую позицию, может быть, надо поддерживать. Давайте забудем про индивидуальное страхование жизни, давайте

вспомним про вклады со сложными процентами. Просто если мы признаем смешанную природу договора ИСЖ, то тогда и вклады со сложными процентами тоже могут рекомендоваться только через инвестиционного советника. Принятие этого решения, к сожалению, распространится не только на ИСЖ, но и на целый ряд других инструментов, которые до сегодняшнего дня мы никак не могли отнести к рынку ценных бумаг в том понимании, которое обсуждаем сейчас. Предсказать последствия такой трактовки достаточно тяжело.

Во мне борются два начала. С одной стороны, я юрист и я согласна с Алексеем, что в составе ИСЖ есть про-

изводный финансовый инструмент. Но, с другой стороны, во мне сидит человек, который говорит, что распространение такой неоднозначной (даже при том, что я ее поддерживаю) трактовки ИСЖ может привести к непредсказуемым последствиям. И, может быть, стоит еще подумать над этим.

**Алексей Тимофеев.** Да, я как юрист услышал, что основания для такого толкования есть. Я понимаю, чем продиктована осторожность, которую предложила Ольга. Но как юрист я считаю, что ИСЖ — это инструменты, которые включают в себя деривативы и, таким образом, деривативами являются. И в той части, в какой они являются страховым продуктом, они должны подчиняться правилам о страховании. А в той части, в которой они являются деривативами, они должны подчиняться правилам о деривативах. Стало быть, их предложение должно подчиняться либо общим правилам предложения финансовых продуктов, либо, если речь идет об инвестиционном консультировании, правилам оказания услуг по инвестиционному консультированию.

Есть еще одна очень важная тема, которую я хотел бы затронуть. Про инвестиционное профилирование.

Как формируется инвестиционный профиль? Так же, как в случае с доверительным управлением, стандарт инвестиционного консультирования говорит об элементах инвестиционного профиля. О двух элементах для квалифицированных инвесторов (ожидаемая доходность и инвестиционный горизонт), и о трех элементах для неквалифицированных инвесторов (ожидаемая доходность, допустимый риск и инвестиционный горизонт).

Есть очень интересный вопрос, который мы обсуждали, когда готовили стандарт. Он заключается в том, как относиться к готовности клиента принять больший риск, чем ему предлагает инвестиционный советник. Думаю,

что имею право сказать, как мы с этим определились.

Мы в стандарте говорим о том, что допустимый риск для неквалифицированного инвестора определяется с учетом трех факторов: цели инвестирования; существенные материальные, гражданско-правовые обязательства в течение срока инвестиционного горизонта; опыт и знания клиента в сфере инвестиций. С учетом этих обстоятельств инвестиционный советник определяет допустимый для соответствующего клиента риск и дает ему рекомендации.

Клиент недоумевает и говорит: «Я готов к большему риску». Можно ли предлагать клиенту более рискованные инструменты, чем те, которые соответствуют допустимому риску? Похоже, стандарт отвечает, что нет. Ольга, правильно ли я, нет ли?

**Ольга Шишляникова.** Сергей Анатольевич Швецов, когда рассказывает про финансовый рынок, очень любит приводить примеры, связанные с медициной ...

**Алексей Тимофеев.** С моргом.

**Ольга Шишляникова.** Да. Я тоже хочу привести пример, не столь страшный. Представьте себе, вы приходите к врачу, врач смотрит ваши анализы и говорит: вам нужно вот такое лекарство. А вы отвечаете: «Да вы что, мне надо лекарство по сильнее». Хотя это и утрировано, но очень похоже на то, как советует инвестиционный советник. К нему пришли как к профессионалу, он выяснил цели инвестирования, обязательства, которые надо учитывать для того, чтобы оценить толерантность к риску и возможность нести те или иные обязательства, знания клиента. Выяснил все, предлагает определенный риск-профиль, а клиент говорит: «Да нет, я хочу больше риска». Конечно, он хочет больше риска, ведь чем больше риска, тем больше доходность. Но стоит ли в данном случае соглашаться?

Первый аспект. Если участник рынка не согласится, то клиент развернется и пойдет к другому. Да, риск такой есть. Но есть и другой риск: вы ему предложили более агрессивный профиль, он выполнил вашу рекомендацию, риск реализовался и теперь клиент не может исполнять свои обязательства. Мне почему-то кажется, что суд скорее склонится к тому, что советник в данном случае учел не все интересы. Поэтому надо выбрать между двумя рисками. Либо вы потеряете этого клиента, и он уйдет к другому. Но, возможно, даже в этом случае вы получите дополнительную выгоду от того, что клиент расскажет другим людям про несговорчивого инвестиционного советника, который не хочет уступать в оценке риска, готов стоять до последнего за интересы этого самого клиента.

Либо клиенту захочется потребовать возмещения убытков. И это будет, скорее всего, несоразмерная сумма и значительно больший риск. Но это выбор каждого инвестиционного советника.

Мы считаем, что в первую очередь инвестсоветник должен учитывать объективные аспекты, а не желания клиента. **Алексей Тимофеев.** Очень важный аспект. Базовый стандарт содержит требование о том, что внутренний документ, определяющий профилирование, должен предполагать сбалансированный и, более того, мотивированный подход к этому процессу.

**Ольга Шишляникова.** Да, он допускает возможность учета в какой-то степени и мнения клиента. Но всегда надо помнить о том, что клиент в этом случае должен подписать тот инвестпрофиль, который ему предложили. Но при этом все равно вы должны мотивированно обосновать, почему, учитывая объективные обстоятельства, которые были получены при инвестпрофилировании, вы все-таки скорректировали профиль в ту или иную сторону. Надо еще раз понять, есть ли у вас достаточные доказательства для возможных судов. Пока в базовом

стандарте содержится не очень жесткая формулировка, давайте посмотрим, как она будет работать.

**Алексей Тимофеев.** Второй вопрос. Мы придумали образ стандарта, он назывался «Доктор Джекилл и мистер Хайд». Инвестор может быть консервативным, может быть агрессивным, в нем может ужиться несколько личностей. Стандарт предусматривает несколько инвестиционных профилей, но исключительно в связи с тем, что они соответствуют разным инвестиционным целям. Помните, я упоминал инвестиционную цель как один из факторов, которые принимаются во внимание при оценке толерантности к риску.

Итак, инвестиционная цель — на пенсию ли инвестор хочет копить или квартиру хочет купить. Это наиболее очевидные примеры инвестиционных целей, под каждую из которых может быть сформирован свой инвестиционный профиль, соответственно, свой инвестиционный портфель.

Позиция достаточно консервативная. Я лично скорее ратую за возможности всестороннего развития личности и согласился бы с разной степенью агрессивности инвестиций. Но стандарт с этим не согласился. Стандарт говорит о том, что инвестиционные профили могут отличаться только в случае разных инвестиционных целей, в остальных случаях нет.

**Ольга Шишляникова.** Мне кажется, все очень разумно. Потому что если есть инвестиционный профиль, есть единые ожидания риска, то в рамках портфеля можно предложить инвестору и рискнуть, если он хочет. Но вы должны тогда сбалансировать такую рекомендацию консервативными инструментами, которые в итоге тот риск, который вы предложите клиенту, приведут к ожидаемому риску, который клиент готов нести. Формируйте портфель как из рискованных инструментов, так и инструментов, которые хеджируют этот риск.

Да, возможна и другая история. Здесь мы согласились с рынком, что, возможно, некоторым клиентам либо, наоборот, советникам так удобнее. История такая. Приходит клиент и говорит: «У меня есть миллион, этой суммой я готов рискнуть для получения большей доходности, готов инвестировать ее в течение года. Также есть неприкосновенная сумма в 10 млн, которую я собираю для оплаты обучения ребенка (или на лечение, или на улучшение жилищных условий), и здесь я риск не готов принимать». Соответственно, определяются два инвестпрофиля и два портфеля. Один агрессивный, со всем чем угодно — структурные продукты без защиты капитала, производные. Пускай инвестор играет, пытается заработать. И второй профиль — с абсолютно консервативным портфелем (если не ОФЗ, то что-то близкое). Мне кажется, что это дает возможность и участникам, и клиентам получить и в первом, и во втором варианте то, на что они рассчитывают.

**Алексей Тимофеев.** Мне кажется, что стандарт придерживается скорее консервативного подхода. Более агрессивного портфеля он не позволит, если все существенные обязательства инвестора являются долгосрочными.

**Ольга Шишляникова.** Я согласна с этим. Но это тогда опять вопрос, от которого мы только что отошли. Вопрос относительно того, может ли инвестпрофиль строиться не только на объективных признаках, но и на желаниях клиента. Если мы согласились, что подход в первую очередь должен быть консервативным и объективным, то автоматически приходим к тому, что подход должен быть консервативным. И не должны предлагаться агрессивные инструменты, именно исходя из того, что инвестсоветник заботится об этом клиенте.

**Алексей Тимофеев.** Итак, стандарт принят Комитетом по базовым стандартам регулирования деятельности инвестиционных консультантов. Он предусматривает, что определение понятия

«индивидуальная инвестиционная рекомендация» вступает в силу, теперь его предстоит принять Банку России. Когда это произойдет и он будет опубликован, та его часть, которая содержит определение понятия (в том числе определение понятия «индивидуальная инвестиционная рекомендация» для того, чтобы разграничить виды деятельности, похожие на инвестиционное консультирование, но инвестиционным консультированием не являющиеся, от собственно инвестиционного консультирования), вступит в силу. В момент опубликования.

Все остальные положения стандарта вступят в силу через шесть месяцев после этого. Стало быть, у индустрии будет шесть месяцев для приведения своей деятельности в соответствие: для подготовки скриптов, IT-решений, подготовки специалистов, их дополнительного образования.

Уважаемые коллеги, на этом время нашей сессии завершилось. Спасибо большое за внимание, надеюсь, вам было интересно. Спасибо большое, Ольга, за участие. □