



На вопросы шеф-редактора журнала «Закон» Владимира Румака отвечает заместитель директора Высшей школы юриспруденции НИУ ВШЭ **Антон Сергеевич СЕЛИВАНОВСКИЙ**

РОЗНИЧНЫЙ ИНВЕСТИТОР МАЛО ЧЕМ ОТЛИЧАЕТСЯ ОТ ПОТРЕБИТЕЛЕЙ БАНКОВСКИХ ПРОДУКТОВ, НО ЗАЩИЩЕН ГОРАЗДО ХУЖЕ НИХ

Родился 22 мая 1971 г. в Москве.

В 1996 г. окончил Московскую государственную юридическую академию (ныне — Московский государственный юридический университет имени О.Е. Кутафина). В 2002 г. там же защитил кандидатскую диссертацию.

Работает в области юриспруденции с 1988 г., в том числе более 12 лет в таких крупных международных компаниях, как *PricewaterhouseCoopers* и *Baker & McKenzie*.

С 2005 г. работает в Национальном исследовательском университете «Высшая школа экономики» доцентом, а затем заместителем заведующего кафедрой предпринимательского права факультета права. С 2018 г. — профессор, заместитель директора Высшей школы юриспруденции и администрирования НИУ ВШЭ.

Руководитель магистерских программ «Юрист мирового финансового рынка» и «Управление юридическим бизнесом и правовой службой компании» и программы профессиональной переподготовки «Партнер юридической фирмы.

Руководитель адвокатского образования». По оценке студентов ВШЭ, признается лучшим преподавателем десять лет подряд (2012–2021 гг.).

Независимый член совета директоров крупного банка.

С 2018 г. входит в состав Экспертного совета по законодательному обеспечению развития рынка ценных бумаг и производных финансовых инструментов при Комитете Государственной Думы по финансовому рынку, а с 2020 г. — в состав Экспертного совета по защите прав розничных инвесторов при Центральном банке Российской Федерации.

Автор трех монографий и более 90 статей, посвященных правовому регулированию рынка ценных бумаг, деривативам, корпоративному управлению и пр.

Автор курса «Ценные бумаги: правовое регулирование» на крупнейшей в мире образовательной онлайн-платформе *coursera.org*. В настоящее время это самый популярный курс среди русскоязычных правовых курсов, его прошли около 20 тыс. слушателей.

— В последнее время в России наблюдается повышенный интерес граждан к инвестированию, в связи с чем логично встает вопрос о защите розничного инвестора. Законодатель пытается разрешить его, разделяя инвесторов на квалифицированных и неквалифицированных и не допуская обычных физлиц к сделкам с высокорисковыми финансовыми инструментами. А с 1 октября появился новый инструмент — тестирование, прохождение которого обязательно для приобретения ряда активов. Как Вы считаете, нужен ли такой патернализм на рынке инвестирования и насколько российские граждане свободны в выборе средств инвестирования, предоставляемым им экономической системой?

— Нынешнюю ситуацию с приходом миллионов граждан на рынок ценных бумаг и тем, что законодатель стал вводить новое регулирование, можно сравнить с тем, как развивалось регулирование в другом сегменте финансового рынка — банковском. Массовый выход граждан на рынок банковских продуктов пришелся на начало 2000-х гг., и очень быстро выяснилось, что на рынке потребительского кредитования существует значительная диспропорция: банк, будучи сильной стороной, предлагает гражданину, фактически потребителю, текст договора, в котором заложены скрытые комиссии и прочие выгодные банку условия, а потребитель часто не удосуживается ознакомиться даже с важнейшими условиями при заключении договора.

На это среагировали регуляторы, в том числе Роспотребнадзор, и в законодательство были внесены масштабные изменения (в частности, появился Закон о потребительском кредите¹), предусмотревшие комплекс мер по защите интересов потребителей и тем самым исправившие эту диспропорцию.

Ситуация на рынке ценных бумаг сегодня напоминает банковский сектор начала 2000-х гг. Естественно, со своими особенностями: к примеру, законодательство о ценных бумагах, конечно, сейчас более развитое, чем система норм того времени, регулировавших банковские продукты: есть глава в Гражданском кодексе, есть толстенный нечитаемый Закон о рынке

ценных бумаг², только наработанной судебной практики по спорам между профессиональными участниками рынка и розничными инвесторами пока нет.

То, что массовый инвестор пришел на такой рискованный рынок, как рынок ценных бумаг, подталкивает регуляторов и законодателя к тому, чтобы подстелить соломку, не пуская розничного инвестора к работе с высокорисковыми финансовыми инструментами. Именно в этом заключается цель деления инвесторов на квалифицированных и неквалифицированных, а неквалифицированных — на тестированных и тех, кто тест не прошел.

Избыточен ли такой патернализм — вопрос неоднозначный. На мой взгляд, для его решения нужно понять, собирается ли государство дополнительно защищать розничного инвестора, как в свое время защитило потребителей банковских продуктов. Пока ни законодатель, ни судебная практика четкого ответа не дают. Суды, например, сегодня практически приравнивают розничных инвесторов к предпринимателям. А коли так, то защищать их не нужно — все риски необдуманных решений ложатся на них. При этом розничный инвестор, как правило, мало отличается от потребителей банковских продуктов, но защищен гораздо хуже них. Самый одиозный пример — история с банком «Траст», уговорившим несколько сотен своих крупных вкладчиков конвертировать вклады в иностранные ценные бумаги, которые называются *Credit Link Note*, или *CLN*. Когда банк попал в санацию, все обязательства по этим бумагам были аннулированы и те, кто в них «вложился», не получили ничего, в то время как обычные вкладчики полностью вернули вложенные средства. В этом случае, очевидно, применялась такая недобросовестная практика, как мисселинг, за которую в Европе или в США руководство банка посадили бы за решетку, у нас же никакой ответственности они не понесли.

Когда мы говорим про защиту розничного инвестора, мы должны прежде всего понять, кто это такой, потому что подходы к его определению могут быть разные. Второй вопрос: от каких рисков мы должны его защищать? Здесь можно выделить по крайней мере три большие группы: а) риски рынка; б) недо-

¹ Федеральный закон от 21.12.2013 № 353-ФЗ «О потребительском кредите (займе)».

² Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

бросовестные действия эмитентов ценных бумаг; в) недобросовестные действия профессиональных участников рынка (брокеров, депозитариев, управляющих). Сейчас мне видится, что российское законодательство, включая последние изменения³, в большей степени касается первой группы. Законодатель и регулятор пытаются удержать розничных инвесторов в загончике с простыми инструментами, дополнительное тестирование предполагает выход в загончик побольше, и, наконец, квалификация выпускает инвестора на свободу — ему уже доступны любые, даже самые рискованные инструменты.

Это задача непростая, и говорить об избыточном патернализме, наверное, не стоит — хотя бы до того момента, как мы получим полное представление о стратегии российских властей в этой сфере, а также хотя бы какие-то данные о применении тестирования.

— А как обстоят дела с регулированием второй и третьей групп рисков?

— Я бы назвал его фрагментарным. Оно связано с тестированием, но его методы больше похожи на «погрозить пальчиком», чем реально обеспечить розничным инвесторам эффективную защиту. Что я имею в виду?

В силу разных причин розничные инвесторы толпой рванули на рынок ценных бумаг, тем самым предоставив многим банкам и брокерам прекрасный шанс получить больше клиентов, больше денег, больше комиссий. В последний год со стороны банков идет масштабная оголтелая реклама: мол, инвестиции — это просто. Они обещают золотые горы и, надо сказать, очень неплохо преуспели в привлечении клиентов на этом поприще.

В результате решения ряда технологических вопросов вход на рынок для любого гражданина стал очень легким. Я знаю об этом из собственного опыта, поскольку сам открыл брокерские счета у двух российских брокеров и с их помощью мониторию практику взаимодействия с клиентами. И я вижу, что банки крайне заинтересованы в том, чтобы инвесторы

приобретали как можно больше ценных бумаг, совершали с ними как можно больше сделок и т.д., по одной простой причине — с каждой такой сделки они получают свою комиссию, причем неважно, покупает клиент бумаги или продает их, несет ли он убыток или получает прибыль.

Законодатель передал функцию по квалификации и тестированию инвесторов брокерам и управляющим, т.е. тем, кто лично заинтересован в том, чтобы как можно больше людей проходили установленный фильтр, и потому готов активно помогать своим клиентам стать квалифицированным инвестором, пропуская даже этап тестирования. Простая история из жизни: стоимость портфеля бумаг у одного брокера летом у меня была меньше 3 млн руб. — вдвое меньше, чем нужно, чтобы получить статус квалифицированного инвестора. Мне позвонил брокер с предложением купить какие-то структурные ноты. На мое возражение, что у меня нет статуса квалифицированного инвестора, он ответил, что это не проблема и обеспечить статус можно через маржинальный заем — естественно, с выплатой ему, брокеру, комиссии. При этом я не просил квалифицировать меня и, более того, хотел распродать свой портфель, но меня уговаривали получить квалификацию.

|| Так что эти загончики огорожены очень дырявым забором, поскольку, как я уже сказал, лица, проверяющие квалификацию инвестора, кровно заинтересованы в том, чтобы квалифицировать как можно больше людей.

Как часто бывает, у нас акцент регулирования смещен на вход в сделку или на начало процесса, но совершенно не продумано, как быть, если что-то пойдет не так. В законе написано, что если тестирование будет проведено неправильно и инвестор понесет убытки, то брокер будет обязан эти убытки возместить. Но, как всегда, дьявол кроется в деталях. Брокеры — люди умные, и глупо надеяться, что в случае необходимости они не смогут представить надлежаще оформленные документы о «самостоятельном» прохождении клиентом тестирования или квалификации. Инвестор обычно не вчитывается в то, что ему дает брокер на подпись, тем более когда подпись проставляется кликом в приложении. Наладить не формальную, а существенную проверку процедур квалификации и тестирования — задача очень

³ Федеральный закон от 11.06.2021 № 192-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».



сложная. По большому счету это вопрос судебного контроля. Но пока непохоже, что суды готовы к рассмотрению такого рода споров и будут со всем вниманием относиться к жалобам розничных инвесторов на то, что их ввели в заблуждение.

— А почему бы не страховать риски розничных инвесторов наподобие того, как страхуются вклады?

— Дело в том, что страхование вкладов — это относительно простая счетная задача. Страхованию подлежит сумма вклада плюс проценты, которые легко рассчитываются, и «страховщик» исходит из того, что сумма вклада точно поступила в банк. С ценными бумагами все сложнее. К примеру, в момент покупки акции могут стоить миллион, а затем обесцениться. Произойдет ли это в результате обмана клиента или из-за экономических факторов — сложно определить. Соответственно, сложно определить страховую сумму, поскольку цена акций непостоянна. По этой причине нигде в мире не используется страхование инвестиций, исключение — компенсация убытков, понесенных в результате прямых нарушений со стороны инвестиционных компаний; эти риски страхуются в ряде стран. Но речь идет о случаях явного мошенничества.

Суммы существенные, страховые риски очень велики, а значит, и страховая премия будет астрономической — настолько, что смысла в инвестициях просто не будет. Поэтому институт страхования здесь не сработает.

— Возможно, интересы розничных инвесторов были бы лучше защищены, если бы на них распространялось законодательство о защите прав потребителя. Как сказал заместитель руководителя Роспотребнадзора Михаил Орлов в недавнем интервью для нашего журнала⁴, сейчас ведутся переговоры об этом. Но пока это натывается на контраргументы со стороны профессиональных участников рынка. Действительно ли есть объективные причины, препятствующие введению такого режима? И если все-таки его ввести, стоит ли распространить его на всех розничных инвесторов?

⁴ Орлов М. Потребительский терроризм — не более чем выдумка со стороны бизнеса // Закон. 2021. № 9.

— Я знаю, что ведутся такие разговоры, но пока они не предметные. Противники распространения законодательства о защите прав потребителя на розничных инвесторов воспринимают розничных инвесторов, скорее, как предпринимателей, а не потребителей. Поэтому важно понять: как мы рассматриваем те миллионы розничных инвесторов, которые уже пришли и скоро придут на этот рынок? Хотим ли мы оградить их от влияния со стороны профессиональных участников? Или же возлагаем на них риски необдуманных решений — как говорится, учитеесь плавать, кто потонет, тот потонет? Пока вторую позицию занимает Верховный Суд, но, насколько я могу судить из сложившейся практики, она мне представляется неправильной. Во-первых, сложно ожидать особой подготовки от массового инвестора, это завышенные ожидания. Во-вторых, очевидно, что каким бы смысленным и подготовленным ни был розничный инвестор в отношениях с банками и брокерами, он все равно будет слабой стороной.

Кроме того, уже сейчас мы видим, что государству очень тяжело обслуживать государственные пенсии, и накопление на пенсии становится задачей будущих пенсионеров. Без рынка ценных бумаг решить ее просто невозможно. Депозиты не позволят накопить себе на пенсию, потому что проценты по ним всегда ниже, чем инфляция. Есть и другие весомые аргументы в пользу защиты розничных инвесторов со стороны государства. А если мы говорим, что их нужно защищать, то мы должны подобрать правильный инструментарий.

Пока я не думаю, что на них нужно распространять весь Закон о защите прав потребителей⁵, поскольку в нем есть много особенностей, связанных с нефинансовыми товарами и услугами. В этом смысле лучше оживить действующий Закон о защите прав инвесторов⁶: сейчас он абсолютно пустой, но его можно наполнить смысловым содержанием и правилами, которые были бы сопоставимы с защитой прав потребителей.

⁵ Закон РФ от 07.02.1992 № 2300-1 «О защите прав потребителей».

⁶ Федеральный закон от 05.03.1999 № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг».

Это касается и защиты розничного инвестора от обмана или введения в заблуждение, и раскрытия информации, и более мягкого рассмотрения споров между инвесторами и профессиональными участниками (такого рода споры не должны по умолчанию рассматриваться в третейском суде), и др.

|| Также нужно уделить большое внимание несудебным механизмам рассмотрения споров.

К сожалению, сейчас из компетенций финансового омбудсмена⁷ исключены споры по поводу ценных бумаг. Но можно подумать о других механизмах. В Европе, например, используется множество механизмов, которые избавляют государственные суды от избытка профессиональных споров и в то же время удешевляют и ускоряют процесс рассмотрения претензий со стороны розничных инвесторов. Тут нужно еще понимать, что если розничные инвесторы массово пойдут в суд, а суд встанет на сторону банков и брокеров, то это сильно подорвет доверие к финансовой системе ценных бумаг и скажется на экономике в целом. Поэтому мне видится, что нужно максимально упростить для розничного инвестора процесс разрешения споров.

— А сейчас у нас нет эффективных несудебных инструментов? К примеру, инвестор ведь может пожаловаться в Банк России.

— Да, и в саморегулируемую организацию, в которой должны состоять профессиональные участники рынка ценных бумаг. Но здесь важно сделать две оговорки. Во-первых, СРО существуют за счет членских взносов профучастников, соответственно, у них изначально присутствует конфликт интересов. Во-вторых, даже если СРО обнаружит плохую практику, она, как правило, просто штрафует своих членов.

Что касается Банка России, то он не разрешает споры. В случае возникновения спора он также штрафует брокера. А инвестору-то что от этого? С 1 октября 2021 г. законодатель предоставил Банку России новые права: приостановить деятельность брокера по оказанию услуг розничным инвесторам и потребо-

вать выкупить «негодный» финансовый инструмент, проданный инвестору в нарушение закона. Посмотрим, будет ли Банк России применять силу.

— Разве такое решение не будет основанием для взыскания убытков с брокеров?

— Совсем не обязательно. Ведь для взыскания убытков необходимо установить не только факт правонарушения, но и размер убытков, и прямую причинно-следственную связь между первым и вторыми. Последняя доказывается документами, которые находятся в руках профучастника. Но далеко не всегда причинно-следственная связь между убытками и нарушениями брокера будет прямой. Здесь не действует баланс вероятностей. И у розничного инвестора очень ограниченный ресурс выстраивания судебной позиции. На рынке ценных бумаг есть много толковых юристов, но почти все они работают на стороне банков и брокеров. Это еще раз подтверждает, что розничный инвестор является слабой стороной в этом правоотношении.

|| Среднестатистический судья просто не будет погружаться в существо спора, ему легче отказать в требовании инвестора, сославшись на отсутствие причинно-следственной связи между нарушением и убытками.

— Можно ли назвать такое отношение судей к розничным инвесторам устоявшимся? Утверждать, что суды больше смотрят на них как на предпринимателей, а не как потребителей?

— Да, эта точка зрения превалирует в судах. Говорю это на основании исследования судебной практики по спорам между розничными инвесторами и профучастниками, которое мы проводили в Высшей школе экономики. Мы пришли к таким выводам: 1) пока споров мало; 2) поскольку документацию готовят брокеры или банк, то они обкладываются огромным количеством документов, исключающих ответственность, в том числе разного рода предупреждениями, декларациями о рисках и тому подобными бумагами, которые подписывает розничный инвестор; 3) в результате суды занимают сторону брокеров, а не розничных инвесторов. По крайней мере, это следует из той практики, которая сейчас складывается, хотя повторяю, что ее мало.

⁷ Имеется в виду финансовый уполномоченный, см.: Федеральный закон от 04.06.2018 № 123-ФЗ «Об уполномоченном по правам потребителей финансовых услуг».



— А розничные инвесторы в таких спорах не пытаются сослаться, например, на ст. 428 ГК РФ при защите своей позиции?

— В нашей выборке мы таких случаев не нашли. Да и сама эта статья вряд ли поможет. В прошлом выпуске вашего журнала ее совершенно справедливо подверг критике Михаил Церковников⁸. Мой опыт показывает, что тут правильнее и продуктивнее рассматривать вопрос добросовестности и, соответственно, оперировать ст. 1, 10 и 168 ГК, доказывая недобросовестность финансовой организации. Но это очень непростая задача. Среднестатистические обыватели, так же как и среднестатистический адвокат без специальных знаний, с этим вряд ли справятся.

Кстати, это очень важная деталь, которая меня печалит. Мы недавно обсуждали ее с финансовым омбудсменом Павлом Алексеевичем Медведевым, и он поделился со мной своими наблюдениями за последний год: практически все жалобы физлиц на действия банков предполагают, что этого „физика“ обманули не один, а два и больше раз. Сначала его обманул банк, а потом „физик“ пошел к юристу, который наобещал ему золотые горы, а в лучшем случае сделал халтуру, денег взял и не помог. Я переписываюсь с некоторыми участниками споров и вижу, что среднестатистический адвокат вообще не понимает специфику розничного инвестирования и, столкнувшись со спором между гражданином и брокером, сразу хватается за Закон о защите прав потребителей⁹ и пытается, основываясь на нем, пойти в суд. Увы и ах, это вообще не работает. Как бы мы этого ни хотели, но это пока тупиковый путь. И „физикам“ отказывают в защите, потому что им оказана некачественная помощь. Адвокаты не опираются на недобросовестность и на те статьи ГК, которые я назвал, а просто потрясают Законом о защите прав потребителей.

Позиция же судебных органов на этот счет мне очень не нравится, но я должен констатировать, что даже на уровне Верховного Суда уже сложился подход,

⁸ Церковников М. О специальной защите слабой стороны в договоре присоединения // Закон. 2021. № 9.

⁹ Закон РФ от 07.02.1992 № 2300-1 «О защите прав потребителей».

что на розничных инвесторов режим потребителя не распространяется.

— По сути, получается, что физлица поставлены в один ряд с профессиональными участниками, которыми они очевидно не являются. При этом налицо асимметрия договорных возможностей, а у граждан нет должных исправляющих ее средств правовой защиты. Нет даже специального органа, который взял бы брокера за шкуру и сказал: «А ну-ка, докажи-ка мне свою добросовестность!» Не работает и переложение бремени доказывания: сам клиент должен доказать, что профучастник был недобросовестный.

— Дело в том, что самая частая претензия к брокерам такая: не работает приложение. Мы живем в XXI в., и все коммуникации проходят через телефон, через мобильное приложение, которое периодически «падает» у всех без исключения брокеров. Из-за этого возникает куча самых разных и очень неприятных вопросов — от тех, которые относительно просто решить, до тех, решение которых совершенно невозможно. А наш суд привык оперировать письменными доказательствами, с которыми в этом случае все сложно, потому что общение идет через приложение. Далеко не все пользователи фотографируют те приказы, которые они посылают брокерам. Согласитесь, было бы безумием все время думать, что брокеры допустят какую-то ошибку и ты от этого понесешь убыток, и каждый раз делать, например, снимок экрана.

По этой причине собрать доказательственную базу для похода в суд, для обоснования своего иска крайне трудно. Пока приходится констатировать, что у нас розничный инвестор уже забежал на рынок, но оказался незащищенным.

— Разве эти приложения не сохраняют переписку, которую можно при необходимости заверить у нотариуса?

— Не могу этого утверждать применительно ко всем приложениям, представленным на рынке, но как минимум я не встречал этой функции в тех делах, которые анализировал. Хорошо, когда переписка есть и ее можно достать из телефона и заверить, но возникает вопрос: насколько это потом будет совпадать с тем, что представит противоположная сторона?

Впрочем, надеюсь, мой пессимизм развеется, когда будет много исков в судах и это подвигнет судебные органы провести ревизию своих подходов. Если мы снова взглянем на банковский рынок, то увидим, что вначале суды тоже массово отказывали гражданам в исках о недействительности скрытых комиссий, но потом они полностью пересмотрели свои подходы. Возможно, в спорах по ценным бумагам практика пойдет по тому же пути. Правда, для этого нужны не только слова и призывы профессора Селивановского, но и желание судов обобщить практику по таким спорам, которое и привело бы к появлению других подходов.

— Быть может, так называемый Закон о квалификации (тестировании)¹⁰ выступит здесь катализатором? Если очевидно, что неквалифицированный инвестор, в сущности, является аналогом потребителя, то Закон подтолкнет суды как-то ранжировать споры с квалифицированными и неквалифицированными инвесторами.

— Я не знаю, как суды будут реагировать на этот Закон, поскольку практика по нему еще не сложилась. Далеко не всегда принятие нового закона мотивирует суды к изданию каких-нибудь рекомендаций. Надо сказать, что при принятии Закона о тестировании конкретные кейсы не обсуждались и решение вопроса о том, к каким именно финансовым инструментам не стоит допускать неквалифицированных инвесторов, лежит скорее в области интуиции разработчиков.

Хочу подчеркнуть, что споры с розничными инвесторами преимущественно должны рассматриваться в судах общей юрисдикции, поэтому опыт, наработанный в арбитражных судах по сопоставимым спорам, в данном случае не будет развиваться. Нам лишь остается ждать, когда количество споров достигнет той критической массы, которая заставит Верховный Суд среагировать.

Но процесс этот небыстрый, особенно в свете того, что очень многие жалобы клиентов не доходят до

¹⁰ Федеральный закон от 31.07.2020 № 306-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон „О рынке ценных бумаг“ и отдельные законодательные акты Российской Федерации».

судов, по крайней мере пока, потому что люди понимают: в суд им идти не с чем, — и, соизмерив затраты с вероятностью победы, машут рукой и оставляют эту затею.

— Тем более что от госпошлины и от судебных расходов розничные инвесторы, в отличие от потребителей, не освобождены.

— Это тоже играет свою роль. Хотя, если вы заметили, когда я говорил про потребителей, то про госпошлину и не заикнулся. У меня нет четкого понимания, нужно освобождать розничных инвесторов от государственной госпошлины или нет, — может, правильнее установить фиксированную сумму, условно 5 тыс. руб. Чтобы это понять, надо погрузиться в этот вопрос и обдумать, какое решение будет справедливым. Это большая работа, и она должна быть осмысленной. Нельзя просто скопировать подход из потребительского законодательства.

— Неужели режим правовой защиты интересов квалифицированных и неквалифицированных инвесторов сейчас совсем никак не дифференцируется?

— Практически никак. Главное последствие квалификации, как я уже говорил, — перемещение человека из маленького загончика на свободу, где ему стали доступными почти все финансовые инструменты, за исключением двух-трех очень специфических. Но с практической точки зрения для него ничего не изменится. Брокеры просто переведут его на другой тарифный план, где будет другая комиссия (и то не у всех). Еще несколько брокеров будут предоставлять инвестору меньше информации, раз он такой квалифицированный. И всё.

— То есть квалификация не влияет на распределение рисков и на специфику ответственности?

— Нет. Проблема в том, что брокер подсовывает клиенту огромный пакет документов, которые никто не читает. И когда люди приходят в суд и признаются, что подписали это не читая, суд говорит: «Но вы же совершеннолетний и не ограниченный в правах гражданин, вы должны были прочитать. А если прочитали, то должны были понимать, что обязательства могут быть аннулированы».



Даже если исходить из того, что статус квалифицированного и неквалифицированного инвестора должен предполагать разную правовую защиту, остается открытым вопрос: насколько велико правонарушение банка или брокера, которые «помогли» инвестору стать квалифицированным тогда, когда для этого не было оснований? Банки и брокеры считают это небольшим грехом: по их мнению, признавая квалификацию своих клиентов, они создают для них новые возможности, а не втыкают им нож в спину. Ключевым является вопрос, навязали ли они им какие-то услуги.

— Известная проблема фидуции.

— Совершенно верно, но это вообще огромная тема. Фидуция не оценивается простым проставлением галочек в формуляре, для этого нужны проработанные критерии и профессиональный арбитр. Возлагать такую задачу на законодателя — чрезмерно.

|| Нашим судам несвойственно оценивать добросовестность, и хотя им от этого никуда не деться, это всегда будет очень сложное упражнение.

— А как вопрос доказывания по таким спорам решается за рубежом? Существуют ли где-нибудь специализированные суды, рассматривающие эти дела?

— Все зависит от юрисдикции и от традиции. В Англии и в Штатах, например, нарушителю в таких отношениях дешевле урегулировать спор с пострадавшим и заплатить большой штраф регулятору, чем идти в суд, который может назначить штраф намного больше. В этих странах, как, в принципе, и в Европе, не терпят обмана клиентов. Английский или американский суд спросит: «Вы сказали раз-два-три, но не сказали четыре-пять. Вы что, утаили важную для клиента информацию?» И отвечать на такой вопрос очень сложно, потому что регулятор предусмотрел целый комплекс мер, ограничивающих возможности для вранья.

Наш подход другой: ориентация на очень жесткую — или 100%, или 0 — причинно-следственную связь. Поэтому добиться благоприятного исхода клиенту очень сложно, как я и говорил. А это влияет на бизнес-решения.

|| Я уверен: многие брокеры понимают, что они допускают нарушения, навязывая клиентам сложные финансовые инструменты (хотя изначально такие инструменты не всегда являются убыточными).

Но они делают это потому, что это выгодно. А если от одного из ста клиентов поступит претензия — они решат эту проблему.

Кроме того, в США на практику навязывания полного баракла очень жестко смотрят правоохранители. Если они ее выявят, то, весьма вероятно, такие действия будут расследоваться по уголовной линии, чего у нас в помине нет.

— Получается, розничный инвестор должен понимать, что все риски будут на нем.

— Да.

— Вы говорили, что из компетенции финансового омбудсмана исключены споры по ценным бумагам. Но ведь именно этот орган первым запрашивается на кандидатуру юрисдикционного в данном случае.

— Да, по-моему, совершенно очевидно, что такие споры должны быть отданы в его компетенцию. Я разговаривал с представителем Банка России: они тоже так считают. Вопрос в том, почему это не сделано. Возможно, здесь сыграли свою роль несколько факторов, включая позицию Верховного Суда. Я уже говорил: высший суд, притом что он обычно не участвует в обсуждении, посчитал инвестора на рынке ценных бумаг скорее предпринимателем, чем потребителем. И это стало очень важным решением, с которым надо работать. На мой взгляд, необходимо вести диалог с Верховным Судом, обсуждать, кто такой розничный инвестор, тогда эта позиция может претерпеть изменения. Отмечу, что при этом потребуется решить целый комплекс вопросов, включая вопрос финансирования деятельности финансового уполномоченного.

— Часто для минимизации действий со стороны инвестора в биржевой торговле применяются роботы. Насколько наше регулирование учитывает специфику работы искусственного интеллекта? И кто отвечает за настройки робота?

— Я слышал о кейсах, когда некоторые брокеры продавали подписки на подключение к решениям искусственного интеллекта. Сначала робот работал хорошо, к решению подключалось много инвесторов. Потом брокеры продавали программу, и она начала работать иначе, выстраивая продажи так, чтобы увести инвесторов и сделки в определенную сторону. И хотя ни одного громкого спора, ни одной громкой жалобы по этому поводу в СМИ я пока не встречал, думаю, что рано или поздно они обязательно появятся, не могут не появиться.

Кто должен нести ответственность? Все зависит от того, как оформляются документы и кто оказывает услугу. Подчас документы делаются весьма замысловато — так, чтобы договор был подписан владельцем программы, но не с брокером, а с конкретным „физиком“. Брокеры получают только комиссию от этого „физика“ или от продавца программы. Я знаю, что работу в части определения ответственных лиц проводит Банк России. Но я опять-таки думаю, что толчком для активного развития регулирования в этой сфере станет какой-нибудь скандал, кейс.

— Ответственность возлагается на владельцев программы по договору с брокером или владелец тоже подписывает какие-то бумаги?

— Насколько я знаю, никаких бумаг вообще не подписывается. Все делается в электронном виде, с проставлением галочек. А уж кто с кем и в какие договорные отношения вступает — надо разбираться в каждом конкретном случае. Подозреваю, что большинство людей, которые подписывают документы, этими вопросами даже не задаются.

— Давайте поговорим еще о таких финансовых инструментах, как деривативы. У нас они не относятся к ценным бумагам, но при желании розничный инвестор может получить доступ и к ним. Насколько они рискованны с точки зрения защиты интересов их обладателей?

— Для начала давайте определимся с понятием деривативов. У нас есть деривативы в форме соглашений — это фьючерсные, форвардные, опционные договоры и т.д., а есть ценные бумаги со встроенным деривативом. Во втором случае регулирование в большей степени ценно-бумажное, чем деривативное.

|| Безусловно, деривативы намного сложнее, чем ценные бумаги, а их регулирование и практика по ним гораздо моложе.

Сложность нередко заключается в так называемом хеджировании — страховании от негативного сценария, от рисков. Но хеджирование деривативами — задача для наших компаний очень непростая: подавляющее большинство организаций вообще не понимают, что это такое, и знакомятся с подобными сделками подчас лишь тогда, когда от них это требуют банки. Например, банк выдает кредит, но обуславливает его (особенно если это кредитная линия) обязательным заключением хеджирующей сделки, чтобы минимизировать рыночный или процентный риск, который присутствует в деятельности заемщика. Объясняется бизнесмену это примерно так: цена на товар, который вы производите, сильно колеблется. И если она существенно упадет, то вы вряд ли сможете обслуживать кредит, но вы сможете делать это, если у вас будет хедж, — тогда даже при большом снижении цен вы будете получать через хедж деньги. Дальше банк предлагает захеджировать риск опционом: мол, у вас будет только право, но не будет обязанности; опцион сработает только тогда, когда цена уйдет вниз. «Здорово, — отвечает бизнесмен, — я согласен». И тут банк говорит: за то, что вы получите право, а я — обязанность, вы мне оплатите опционную премию. Нередко потенциальный заемщик, увидев размер этой премии, понимает, что просто не может ее выплатить. В этом случае банк начинает предлагать ему разные решения: например, увеличить сумму кредита на сумму премии, т.е. получить не 100 миллионов, а 112, причем с размера премии еще и уплачивать проценты. Если клиента и это не устраивает, ему предлагается продать опцион банку с тем, чтобы банк хеджировал риски падения цены, но тогда на клиента возлагаются риски роста цены. Поскольку опционные премии «купленного у банка» и «проданного банку» опционов одинаковые, клиент ничего не платит, но у него появляется хедж.

— Риск появляется, грубо говоря.

— Совершенно верно, притом риск неограниченный. Одно моего клиента втянули в эту «схему», и простой опцион стал сложным, потому что там появился второй опцион, тоже простой.



Так что хеджирование — тема очень деликатная. И если у банков есть подразделения, которые в ней разбираются, то у клиентов, как правило, таких подразделений нет. Как показывают имеющиеся споры по этим деривативам, компании заключают один такой хедж, а других деривативных соглашений не заключают. Беда для компании-заемщика заключается в том, что для нее получение кредита — очень часто вопрос жизни и смерти. Банки это понимают и навязывают хеджирование. Заемщики вынуждены соглашаться, чаще всего они не привлекают консультантов по деривативам и подписывают договоры закрыв глаза.

Я сейчас затронул только одну юридическую сторону, но проблем с этими инструментами гораздо больше, и меня очень беспокоит то, что на больших форумах всерьез обсуждается, как привлечь на этот срочный рынок больше физических лиц — розничных инвесторов, которые уже пришли на рынок ценных бумаг.

— Сейчас ведь деривативы доступны только квалифицированным инвесторам?

— Нет, они доступны и прошедшим тестирование неквалифицированным инвесторам. Без теста нет доступа к деривативам. То есть регулятор относится к этому рынку с опасением, как мне кажется, абсолютно оправданно. Убежден, что участие физлиц на этом рынке должно быть как можно меньше, хотя и запретить или ввести какой-либо жесткий тест было бы неправильно. Все-таки это рынок с огромными рисками, порой неограниченными.

Показателен кейс прошлого года, когда в апреле обвалились цены на нефть, много «физиков» — частных инвесторов понесли немалые убытки. А эти трейдеры имели опыт и знания. Запускать на срочный рынок массового розничного инвестора без понимания, как он работает и какие риски существуют, думаю, неправильно.

— Кроме участия в биржевой торговле, наши граждане могут вложиться в паевые инвестиционные фонды. Здесь схема распределения рисков устроена таким же образом, как и в договорах с брокерами?

— Когда человек покупает инвестиционные паи, он фактически заключает договор доверительного управления с управляющей компанией, которая управляет активами этого фонда. Но при этом он абсолютно бесправен: у него есть одна доля в фонде и ноль инструментов контроля за действиями управляющей компании. Между тем функционирование ПИФа зависит от управляющей компании, точнее, от инвестиционной группы, в которую она входит. Потому что порой инвестиционные решения управляющей компании конкретного ПИФа очень часто смыкаются или очень жестко координируются с тем, что делает другая инвестиционная компания, которая входит в ту же инвестиционную группу.

Расскажу одну показательную историю. Управляющая компания «Тройка диалог» привлекала очень много средств, которые инвестировались в облигации, размещавшиеся инвестиционной компанией «Тройка диалог». Последняя получала комиссию от эмитента за размещение облигаций. Инвесторов они находили в УК «Тройка диалог», где были в доверительном управлении фонды, т.е. средства, переданные клиентами, и которая действовала в рамках инвестиционных деклараций. Формально они ничего не нарушили. Но когда грохнул кризис 2008 г., выяснилось, что портфели УК «Тройка диалог» во многом состояли из тех облигаций, которые размещала ИК «Тройка диалог», и по очень многим выпускам был дефолт и громадный убыток. Формально ИК «Тройка диалог» и УК «Тройка диалог» не были даже аффилированными лицами. Это еще один пример того, что, хотя в законодательстве содержится много разных ограничений, в реальной жизни эти ограничения, как правило, — сплошная имитация.

Другой важный момент, который здесь стоит учитывать. В ПИФе, кроме управляющей компании, есть специализированный депозитарий, аудитор, регистратор при депозитарии, где учитываются паи. И очень часто управляющая компания, спецдеп и депозитарий — это одна группа лиц. Аудиторы с ними не связаны, но нет инвестиционных фондов (или, по крайней мере, я о них не знаю), которые бы аудировались фирмой «большой четверки». Это всегда очень скромный аудитор, с которым очень просто договориться. Поэтому ситуация с доверительным управлением в формате ПИФов тоже складывается не в пользу розничного инвестора.

— Похожие проблемы, связанные с добросовестностью управляющего, могут возникнуть и при многоуровневом держании акций. В последнее время на российском рынке можно легко купить акции иностранных компаний.

— Действительно, это крайне популярный инструмент: ценные бумаги иностранных компаний российский розничный инвестор покупает охотнее, чем акции российских компаний. Доля иностранных бумаг в покупках превышает 50%. Но здесь мы сталкиваемся с удивительными вызовами, о которых, по-моему, никто и не задумывался.

Возьмем свежий кейс. В Германии есть авиакомпания, акции которой торгуются на рынке и которая в силу определенных обстоятельств приняла решение об эмиссии дополнительных акций. Последние выкупают преимущественно крупные немецкие банки, доли миноритарных акционеров размываются. После опубликования этого решения рыночная цена на акции упала. Чтобы компенсировать убытки от этого понижения и не обидеть текущих акционеров, им выдали варранты, по одному на каждую акцию. Варрант — это довольно странная ценная бумага, которой нет в России; ее держатель получает право выкупить акцию по определенной цене. К примеру, до падения цены одна акция стоила 10 евро, а после стала стоить 6–7 евро. Варрант позволяет выкупить акции по 3,5 евро за штуку, а потом в течение короткого времени продать сам этот варрант. Даже есть рынок варрантов.

— Чем-то напоминает опцион.

— В некотором смысле это и есть опцион, но если вы не воспользовались варрантом, он просто «сгорает». А теперь внимание. О том, что текущим акционерам выданы варранты, в Германии сообщили профучастникам, а те, в свою очередь, передали эту информацию брокерам, в том числе и российским, через которых российские граждане держали акции авиакомпании. Я знаю о том, как поступили три крупных российских брокера. Брокер номер один довел информацию о варрантах до своих клиентов и предложил им воспользоваться правами, т.е. продать варранты или поучаствовать в новой эмиссии. Брокер номер два, самый успешный в России в деле заманивания клиентов, не спрашивая своих

клиентов, взял и продал все варранты, а клиентам раздал деньги. Наконец, брокер номер три сначала хранил олимпийское спокойствие и ничего не говорил своим клиентам, а когда они все-таки узнали об этой ситуации из других источников, заявил, что по договору он никаких корпоративных действий для своих клиентов не производит, и посоветовал: «Не волнуйтесь». Беспокойные клиенты, однако, продолжали волноваться, и он в какой-то момент сказал: «Ладно, давайте я продам варранты на биржевом рынке. У вас для этого три часа». Только милая деталь — в это время его приложение не работало...

— Та самая частая проблема, о которой Вы говорили.

— Совершенно верно, я не злорадствую. И повторяю: я не кидаю камень в брокеров, я понимаю, что им тоже непросто, но мы должны от земли идти, а не выдумывать проблемы.

Мы точно не знаем, почему в кейсе с варрантами эти брокеры вели себя так или иначе. На мой взгляд, наиболее правдоподобны две гипотезы. Первая заключается в том, что у брокеров два и три — не прямое держание. Там, где у них числятся бумаги, они числятся не как клиентские, а как брокерские. Возможно, брокеры хотели воспользоваться варрантами, продав их, пока цена была высокая, и заработать, не делаясь с реальными акционерами. Вторая гипотеза: у первого брокера было всего несколько акционеров немецкой авиакомпании, а у второго и третьего так много клиентов-акционеров, что они посчитали нерациональным тратить свои ресурсы на отстаивание их прав, загружая своих менеджеров такими «мелочами», у них-де другие задачи. Поэтому второй продал варранты без спроса, опираясь на договор, где может быть написано все что угодно, в том числе и право что-нибудь продать или реализовать, а третий просто не хотел ничего делать. Мы точно не знаем, как держатся бумаги, это не раскрывается в отчетах. В официальных отчетах клиенту это не видно.

Очень неприятный риск связан с тем, что если акции числятся как брокерские, а не как клиентские на брокерском счете, то даже по независящим от брокера причинам они могут быть заморожены, например



из-за того, что брокер попал в санкционный список и с ним больше не работают. Формально, подчеркну, заморозят его акции, а не клиентские. Или обратят на них взыскание. Если они числятся как собственность брокера, внешний мир не узнает, что они на самом деле принадлежат не ему, а клиенту.

— Разве на такое имущество не распространяется иммунитет от взыскания? Ведь, по сути, брокер держит чужое.

— Взыскания удастся избежать лишь в случае, если клиентские бумаги держатся обособленно. Но я знаю, что брокеры периодически держат клиентские бумаги на своих счетах. В России это не очень получается, потому такие практики отслеживает Банк России, и он не даст разгуляться. Но в иностранных юрисдикциях для экономии ресурсов, чтобы не платить лишнюю комиссию, наши профучастники часто держат клиентские бумаги на своих счетах. Этот кейс с иностранными ценными бумагами показывает незрелость и непродвинутость наших профучастников, они еще совсем не готовы к нестандартным ситуациям.

— А какие стандарты добросовестности, на Ваш взгляд, применимы к держателям таких ценных бумаг? Я, например, думаю, что если брокер наделен максимальными полномочиями, то стандарты для него должны приближаться к тем, что применяются для директора организации. А если брокер должен по любому поводу советоваться с клиентом, то и стандарт должен быть мягче.

— Это большая тема и, можно сказать, болевая точка нынешнего регулирования. Есть разные позиции: к примеру, подход Банка России достаточно жесткий и с ним категорически не согласны профучастники. Мне кажется, что применять «директорские» стандарты при максимуме полномочий держателя — это рациональный технологический подход. Но где провести границу? Скорее всего, к оптимальному решению по стандартам поведения держателя мы придем только после того, как проанализируем изрядное количество кейсов. То есть здесь, как и во многих других проблемах с регулированием рынка ценных бумаг, все будет зависеть от складывающейся практики. ²