



**ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
(Банк России)**

107016, Москва, ул. Неглинная, 12

www.cbr.ru

тел. (499) 300-30-00

Некредитным финансовым
организациям

Кредитным организациям

Саморегулируемым организациям
в сфере финансового рынка

От 17.12.2019 № ИН-06-39/93

на от

Информационное письмо о разработке и
внедрении кодексов этики финансового
аналитика

В целях развития доверительной среды на российском финансовом рынке Банк России рекомендует некредитным финансовым организациям и кредитным организациям (далее при совместном упоминании – финансовые организации) разработать кодексы этики финансового аналитика (далее - кодексы) для их применения при:

- предоставлении ими и (или) их представителями третьим лицам или неограниченному кругу лиц информации, которая используется (может использоваться) для совершения операций на финансовом рынке (например, рекомендации, аналитические материалы);

- публичном высказывании ими и (или) их представителями суждений и оценок, в том числе в средствах массовой информации, которые оказывают (могут оказывать) влияние на цену, спрос, предложение или объем торгов финансовым инструментом, иностранной валютой и (или) товаром и (или) на стабильность финансового рынка Российской Федерации и (или) на финансовую устойчивость отдельной финансовой организации.

При разработке кодексов, а также их применении Банк России рекомендует финансовым организациям ориентироваться на разработанные CFA Institute Кодекс деловой этики и стандарты профессионального поведения и Расширенные материалы кодекса деловой этики и стандартов профессионального поведения¹, а также Отчет консультативного комитета саморегулируемых организаций

¹ Актуальная версия с учетом обновлений размещается в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет» по адресу: <https://www.cfainstitute.org/en/ethics/codes/code-of-ethics-standards-of-conduct-guidance>

Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO) «Типовой кодекс этики»².

Предоставленный CFA Institute перевод Кодекса деловой этики и стандартов профессионального поведения и Расширенных материалов кодекса деловой этики и стандартов профессионального поведения, а также неофициальный перевод Отчета консультативного комитета саморегулируемых организаций Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO) «Типовой кодекс этики» приведены соответственно в приложениях 1-3 к настоящему информационному письму.

В целях внедрения кодексов Банк России также рекомендует финансовым организациям осуществлять следующее:

- обеспечивать на добровольной основе присоединение своих работников и членов органов управления к кодексам;
- своевременно обеспечивать раскрытие на официальных сайтах в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет» информации о присоединении работников и членов органов управления к кодексам, а также о соблюдении положений кодексов со стороны указанных лиц;
- разработать механизм контроля за соблюдением положений кодексов работниками и членами органов управления, присоединившимися к кодексам, в том числе предусматривающий порядок рассмотрения информации о признаках неэтичного поведения работников и членов органов управления, присоединившихся к кодексам, правила формирования и работы комиссий по рассмотрению случаев несоблюдения указанными лицами положений кодексов (в случае принятия решения об их формировании);
- осуществлять на постоянной основе контроль за соблюдением положений кодексов работниками и членами органов управления, присоединившимися к кодексам.

В целях разработки и внедрения кодексов Банк России рекомендует саморегулируемым организациям в сфере финансового рынка осуществлять методологическую и консультативную поддержку финансовым организациям, являющимся их членами.

В целях повышения уровня доверия к финансовому рынку Российской Федерации Банк России полагает необходимым выработать подходы к повышению добросовестности на финансовом рынке, в связи с чем намерен продолжить работу над формированием основных принципов добросовестного поведения на финансовом рынке.

² Англоязычная версия размещена в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет» по адресу: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD217.pdf>

Настоящее информационное письмо подлежит опубликованию в «Вестнике Банка России» и размещению на официальном сайте Банка России в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет».

Первый заместитель
Председателя Банка России

С.А. Швецов

Кодекс деловой этики (Кодекс)

Финансовый аналитик¹ обязан:

- Действовать добросовестно, в соответствии со своей компетенцией, осмотрительно, соблюдая нормы уважения и этики по отношению к обществу в целом, клиентам и потенциальным клиентам, работодателям, работникам, коллегам и другим участникам мирового рынка капитала.
- Ставить соблюдение норм профессиональной этики в сфере инвестиций и интересы клиентов выше собственных интересов.
- В ходе инвестиционного анализа, подготовки инвестиционных рекомендаций и решений и иных видов инвестиционной деятельности действовать осмотрительно, руководствуясь беспристрастным профессиональным мнением.
- Исполнять и побуждать других исполнять свои обязанности с соблюдением профессиональных и этических норм, укрепляющих доверие к ним лично и профессии в целом.
- Содействовать поддержанию норм деловой этики на рынках капитала в интересах общества в целом.
- Поддерживать и повышать собственную профессиональную квалификацию, а также содействовать поддержанию и повышению профессионального уровня других специалистов в области инвестиций.

Стандарты профессионального поведения

I. ПРОФЕССИОНАЛИЗМ

A. Знание законодательства

Финансовый аналитик должен знать и соблюдать все действующие законы, правила и постановления государственных и регулятивных органов, органов лицензирования и профессиональных организаций, контролирующих их деятельность, включая Кодекс и Стандарты². В случае конфликта правовых норм финансовый аналитик обязан действовать в соответствии с наиболее строгими законами, нормами или положениями. Финансовому аналитику запрещается преднамеренно участвовать в действиях, нарушающих упомянутые законы, нормы и положения, оказывать содействие совершению подобных действий или быть вовлеченными в подобные действия.

B. Независимость и объективность

В целях обеспечения независимости и объективности профессиональной деятельности финансовый аналитик обязан действовать рассудительно и осмотрительно. Финансовому аналитику запрещается предлагать, требовать или принимать подарки, ценности или суммы вознаграждения, способные, как можно разумным образом полагать, отразиться на их собственной независимости и беспристрастности или на независимости и беспристрастности других лиц.

C. Введение в заблуждение

Финансовому аналитику запрещается преднамеренно искажать факты, касающиеся инвестиционного анализа, рекомендаций, решений или иных составляющих их профессиональной деятельности.

D. Неправомерное поведение

Финансовому аналитику запрещается допускать случаи мошенничества, обмана или преднамеренного введения в заблуждение в рамках профессиональной деятельности, а также совершать действия, которые могут пагубно отразиться на их профессиональной репутации, добропорядочности и компетенции.

II. ДОБРОПОРЯДОЧНОСТЬ НА РЫНКАХ КАПИТАЛА

A. Существенная непубличная информация

Финансовому аналитику, располагающему существенной непубличной информацией, которая может повлиять на оценку стоимости инвестиций, запрещается действовать на ее основании как лично, так и через других лиц.

¹ Справочно, комментарий Банка России: в оригинальной версии документа CFA Institute под финансовым аналитиком понимаются члены Института CFA (включая сертифицированных финансовых аналитиков) и кандидаты на право получения сертификата CFA (далее "члены и кандидаты").

² Справочно, комментарий Банка России: в оригинальной версии документа под Кодексом и Стандартами подразумеваются Кодекс и Стандарты Института CFA.

В. Манипулирование рынком

Финансовому аналитику запрещается совершать действия, искажающие цены или искусственно завышающие объемы торговли с целью введения в заблуждение участников рынка.

III. ОБЯЗАННОСТИ ПО ОТНОШЕНИЮ К КЛИЕНТАМ

А. Лояльность, осмотрительность и осторожность

Финансовый аналитик обязан проявлять лояльность по отношению к клиентам, действовать осмотрительно, принимать разумные меры осторожности при вынесении суждений, руководствоваться интересами клиентов и ставить их выше интересов своего работодателя и собственных интересов.

В. Справедливость в отношениях с клиентами

В рамках подготовки инвестиционного анализа, рекомендаций и решений, а также иной профессиональной деятельности финансовый аналитик обязан действовать справедливо и беспристрастно.

С. Уместность

1. При оказании консультационных услуг клиентам финансовый аналитик обязан:

Прежде чем давать рекомендации или осуществлять инвестиционную деятельность, наводить в разумных пределах справки о клиенте или потенциальном клиенте, его квалификации в области инвестиций, целевых показателях риска и доходности и ограничениях финансового характера, а также регулярно пересматривать информацию такого рода.

Прежде чем давать рекомендации или осуществлять инвестиционную деятельность удостовериться в том, что инвестиции соответствуют финансовому положению клиента, его целям, изложенным в письменной форме, поставленной задаче и применимым ограничениям.

Оценивать соответствие инвестиций нуждам клиента на основе анализа всего инвестиционного портфеля.

2. В случае управления портфелем исходя из оговоренной задачи, стратегии или характера инвестиций финансовый аналитик обязан вырабатывать инвестиционные рекомендации или решения исключительно в соответствии с поставленными целями и применимыми ограничениями.

Д. Представление результатов

Предоставляя сведения о результативности инвестиций, финансовый аналитик должен прилагать разумные усилия для обеспечения объективности, точности и полноты информации.

Е. Обеспечение конфиденциальности

Финансовый аналитик должен обеспечивать конфиденциальность сведений о существующих, бывших и потенциальных клиентах, за исключением:

информации об осуществлении клиентом или потенциальным клиентом противозаконной деятельности;

информации, раскрытие которой требует законодательство;

информации, раскрываемой с разрешения клиента или потенциального клиента.

IV. ОБЯЗАННОСТИ ПО ОТНОШЕНИЮ К РАБОТОДАТЕЛЯМ

А. Лояльность

В рамках трудовых отношений финансовый аналитик обязан действовать в интересах работодателей, ставить свои профессиональные навыки и умения на службу последних, не нарушать запреты на распространение конфиденциальной информации и избегать причинения иного ущерба работодателям.

В. Получение дополнительного вознаграждения

В отсутствие письменного разрешения всех заинтересованных лиц финансовому аналитику запрещается принимать подарки, льготы, выплаты или иные виды вознаграждения, которые ведут или могут привести к конфликту с интересами работодателя.

С. Обязанности руководителей

Финансовый аналитик обязан прилагать разумные усилия для обеспечения соблюдения работающими под их руководством лицами действующих законов, правил и положений, а также Кодекса и Стандартов.

V. ИНВЕСТИЦИОННЫЙ АНАЛИЗ, РЕКОМЕНДАЦИИ И ДЕЙСТВИЯ

А. Тщательная проверка и обоснованность решений

Финансовый аналитик обязан:

При подготовке анализа инвестиционной деятельности, инвестиционных рекомендаций и решений прилагать надлежащие усилия, тщательно прорабатывать рассматриваемые вопросы и сохранять независимость и беспристрастность.

Иметь подкрепленные необходимыми исследованиями и анализом рациональные адекватные обоснования решений в рамках инвестиционного анализа, предоставления рекомендаций или инвестиционной деятельности.

В. Предоставление информации клиентам и потенциальным клиентам

Финансовый аналитик обязан:

Предоставлять клиентам и потенциальным клиентам информацию о характере и общих принципах инвестиционных процессов, которые они используют в ходе инвестиционного анализа, подбора ценных бумаг и формирования инвестиционных портфелей, а также оперативно уведомлять их об изменениях, которые могут затронуть их характер.

Уведомлять клиентов и потенциальных клиентов о существенных ограничениях и рисках, связанных с инвестированием.

Исходя из разумных суждений выявлять факторы, играющие существенную роль при подготовке анализа, рекомендаций и решений в отношении инвестиций, и сообщать о таких факторах клиентам и потенциальным клиентам.

Проводить различие между фактами и мнениями при проведении инвестиционного анализа и разработке рекомендаций.

С. Ведение и сохранение документации

Финансовый аналитик обязан надлежащим образом документировать результаты инвестиционного анализа, свои рекомендации, инвестиционные решения и обмен инвестиционной информацией с клиентами и потенциальными клиентами.

VI. КОНФЛИКТ ИНТЕРЕСОВ

А. Раскрытие наличия конфликта

Финансовый аналитик обязан достоверно и полно сообщать обо всех ситуациях, способных оказать существенное влияние на их независимость и беспристрастность или отразиться на исполнении ими обязательств в отношении клиентов, потенциальных клиентов и работодателей. Финансовый аналитик обязан предоставлять однозначное, очевидное, четкое и понятное всем заинтересованным сторонам изложение подобных ситуаций.

В. Приоритет инвестиционных операций

Инвестиционные операции в интересах клиентов и работодателей должны иметь приоритет над операциями, в проведении которых в конечном счете заинтересован финансовый аналитик.

С. Вознаграждение за рекомендации

Финансовый аналитик обязан предоставлять работодателям, клиентам и потенциальным клиентам информацию о выгодах, суммах оплаты или вознаграждениях, выплачиваемых или получаемых третьими лицами за рекомендации в отношении продуктов или услуг.

Расширенные материалы кодекса этики и стандартов профессионального поведения¹

Содержание

Стандарт I. Профессионализм	7
Стандарт I(A). Знание закона	7
Стандарт I(B). Независимость и объективность	14
Стандарт I(C). Введение в заблуждение	25
Стандарт I(D). Неподобающее поведение	34
Стандарт II. Добропорядочность на рынке капитала	37
Стандарт II(A). Существенная непубличная информация	37
Стандарт II(B). Манипулирование рынком.	48
Стандарт III. Обязанности по отношению к клиентам.	52
Стандарт III(A). Лояльность, осмотрительность, осторожность.	52
Стандарт III(B). Справедливость в отношениях с клиентами.	60
Стандарт III(C). Уместность.	68
Стандарт III(D). Представление результатов инвестиционной деятельности	75
Стандарт III(E). Соблюдение конфиденциальности	79
Стандарт IV. Обязанности по отношению к работодателям	83
Стандарт IV(A). Лояльность	83
Стандарт IV(B). Дополнительные вознаграждения.	92
Стандарт IV(C). Обязанности руководителей	94
Стандарт V. Инвестиционный анализ, рекомендации и действия.	102
Стандарт V(A). Тщательность и обоснованность	102
Стандарт V(B). Предоставление информации существующим и потенциальным клиентам	112
Стандарт V(C). Ведение документации.	119
Стандарт VI. Конфликт интересов.	121
Стандарт VI(A). Раскрытие информации о конфликтах интересов.	121
Стандарт VI(B). Приоритет инвестиционных операций	128
Стандарт VI(C). Вознаграждение за рекомендации	133

¹ Справочно, комментарий Банка России: в оригинальной версии документа под кодексом этики и стандартами профессионального поведения подразумеваются Кодекс деловой этики и Стандарты профессионального поведения Института CFA.

Стандарт I. Профессионализм

Стандарт I(A). Знание закона

Члены и кандидаты должны знать и соблюдать все действующие законы, правила и постановления государственных и регулятивных органов, органов лицензирования и профессиональных организаций, контролирующих их деятельность, включая Кодекс и Стандарты Института CFA. В случае конфликта правовых норм члены и кандидаты обязаны действовать в соответствии с наиболее строгими законами, нормами или положениями. Членам и кандидатам запрещается преднамеренно участвовать в действиях, нарушающих упомянутые законы, нормы и положения, оказывать содействие совершению подобных действий или быть вовлеченными в подобные действия.

Руководство по применению

Основные вопросы:

- *Соотношение между Кодексом деловой этики и Профессиональными стандартами и Действующим Законодательством*
- *Участие или связь с нарушениями, осуществляемыми другими*
- *Инвестиционные продукты и применимое право*

Члены и кандидаты должны знать и понимать все применимые законы и нормативные акты стран и юрисдикций, в которых они осуществляют свою профессиональную деятельность. Такая деятельность может включать, но не ограничиваться, торговлю ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, предоставление консультаций, проведение исследований или осуществление иных услуг в области инвестиций. На основании разумного и добросовестного понимания законов и нормативных актов члены и кандидаты должны соблюдать эти законы и нормативные акты, относящиеся к их профессиональной деятельности и направленные на защиту интересов Клиентов.

В случае возникновения вопросов члены и кандидаты должны знать политики и процедуры своей компании с целью оценки соответствия законодательству. Стандарт не требует от членов и кандидатов быть экспертами в области соответствия законодательству. Кроме того, от них не требуется детальное знание или экспертное понимание всех законов, которые потенциально регулируют их деятельность.

В периоды изменения Законодательства члены и кандидаты должны проявлять бдительность и поддерживать в актуальном состоянии свои знания относительно требований к их профессиональной деятельности. Новые финансовые продукты и процессы, как и нерешенные этические дилеммы, создают предпосылки для постоянных изменений в Законодательстве, имеющих весьма широкий спектр. Кроме того, члены и кандидаты постоянно получают доступ к новым методам коммуникации с клиентами и потенциальными клиентами — такие как мобильные приложения и интернет-платформы. Новые местные, региональные и глобальные требования постоянно обновляются, чтобы учесть эти и другие изменения. Члены, кандидаты и их фирмы должны постоянно обновлять свои процедуры, чтобы учесть такие требования и соответствовать им.

Соотношение между Кодексом деловой этики и Профессиональными стандартами и Действующим Законодательством

Некоторые из членов и кандидатов могут жить, работать или представлять услуги клиентам, живущим в стране, которая не имеет законов или нормативных актов, регулирующих определенную сферу или область деятельности, либо требования законодательства отличаются от требований Кодекса Этики и Стандартов. В случае если Законодательство и Кодекс Этики и Стандартов предъявляют различные требования, члены и кандидаты должны следовать более строгим из требований законодательства или Кодекса Этики и Стандартов.

“Применимое законодательство” — законодательство, которое распространяется на профессиональную деятельность члена или кандидата. Какое именно законодательство применяется — зависит от конкретных обстоятельств в каждом случае. “Наиболее строгое” законодательство или регулирование — то, которое налагает наибольшие ограничения на деятельность члена или кандидата или требует от члена или кандидата проявления наибольшей степени ответственности для защиты интересов инвесторов. Например, применимое законодательство может не требовать от члена или кандидата раскрытия комиссии, полученной или выплаченной за рекомендации инвестиционных продуктов или услуг. Однако, поскольку

Кодекс Этики и Стандарты накладывают такое обязательство, члены и кандидаты должны раскрывать информацию о таких выплатах.

Члены и кандидаты должны соблюдать следующие принципы:

- Члены и кандидаты должны соблюдать законы и нормативные акты, относящиеся к их профессиональной деятельности.
- Члены и кандидаты не должны осуществлять деятельность или участвовать в деятельности, которая нарушает Кодекс деловой этики и Профессиональные стандарты, даже если это является законным.
- В ситуации отсутствия Законов или нормативных актов либо в случае, если Кодекс деловой этики и Профессиональные стандарты предусматривают более высокую степень ответственности, чем Законодательство, члены и кандидаты должны соблюдать Кодекс деловой этики и Профессиональные стандарты как описано в Таблице 1.

Применимое право, определяющее ответственность члена или кандидата, следует рассматривать в качестве минимального уровня приемлемых действий. Когда члены и кандидаты предпринимают шаги сверх этого минимального уровня, они тем самым способствуют распространению поведения, требуемого Стандартом I(A).

Участие в нарушениях, в том числе совершаемых другими лицами

Члены и кандидаты несут ответственность за заведомые нарушения, в которых они участвуют или совершению которых они содействуют. Хотя предполагается, что члены и кандидаты осведомлены обо всех применимых законах, нормах и правилах, Институт CFA признает, что члены могут не распознать какие-либо нарушения, если им неизвестны все фактические обстоятельства, приведшие к этим нарушениям. Стандарт I(A) применяется, когда члены и кандидаты знают или должны знать, что их действия могут способствовать нарушению применимых законов, норм и правил или Кодекса и Стандартов.

Если у члена или кандидата имеются разумные основания полагать, что действия клиента или работодателя, совершаемые или те, что неизбежно произойдут, являются незаконными или неэтичными, этот член или кандидат обязан отмежеваться от этих действий. В крайних случаях отмежевание может потребовать от члена или кандидата уволиться с работы. Когда непосредственное обсуждение с лицом или лицами, совершающими нарушение, не возымело действия, члены и кандидаты могут предпринять следующие промежуточные шаги по отмежеванию от нарушений этики со стороны других лиц. В качестве первого шага следует попытаться остановить нарушение, поставив в известность о нем работодателя или комплаенс-отдел компании. Если эта попытка будет безрезультатной, тогда члены и кандидаты обязаны отойти в сторону и отмежеваться от указанных действий. Практические действия по отмежеванию зависят от роли и места члена или кандидата в инвестиционной отрасли. Он или она могут отозвать свое имя из письменных отчетов или рекомендаций, попросить, чтобы им поручили иное задание, отказаться от нового клиента или перестать консультировать существующего клиента. Бездействие вкупе с продолжающейся ассоциацией с теми, кто участвует в незаконном или неэтичном поведении, может быть расценено как участие в незаконном или неэтичном поведении или содействии таковому.

Институт CFA настоятельно рекомендует членам и кандидатам сообщать о возможных нарушениях Кодекса и Стандартов, совершенных другими членами и кандидатами. Хотя менее вероятно, что неинформирование будет рассматриваться в качестве нарушения, нежели неотмежевание от неэтичного поведения, бездействие может оказать существенное воздействие на уровень добросовестности рынка капитала. Хотя Кодекс и Стандарты не обязывают членов и кандидатов информировать о нарушениях властные или регуляторные органы, если только такое информирование не является обязательным по действующему законодательству, такое информирование при определенных обстоятельствах может быть благоразумным. Членам и кандидатам следует обратиться за советом к своим юрисконсультам и консультантам по комплаенсу.

Инвестиционные продукты и применимое право

Членам и кандидатам, участвующим в создании или оказании инвестиционных услуг или инвестиционных продуктов, или пакетов ценных бумаг и (или) дериватов, следует знать, кому будут продаваться эти продукты или пакеты, а также место их происхождения.

Лицам, отвечающим за руководство оказанием услуг или созданием и поддержанием продуктов или пакетов услуг, следует понимать применимые законы и регуляторные нормы стран или регионов происхождения и назначения. Членам и кандидатам следует предпринимать разумные усилия с целью удостовериться, соблюдают ли также и ассоциированные компании, распространяющие продукты и услуги, разработанные компанией-работодателем, законы и правила стран, где распространяются эти продукты и услуги. Для защиты репутации своей компании и собственной репутации членам и кандидатам при

проведении трансграничных сделок следует проводить необходимый анализ нормативной базы для понимания многочисленных применимых законов и регуляторных норм.

С учетом сложности проведения бизнес-транзакций на сегодняшнем рынке, в случае деятельности в нескольких юрисдикциях может возникнуть неопределенность относительно того, какие законы и регуляторные правила считаются применимыми. Членам и кандидатам следует обращаться за необходимыми консультациями, в том числе в юридический отдел или отдел комплаенса компании и к внешнему юридическому консультанту, чтобы обеспечить необходимое понимание своих обязанностей и надлежащих способов их выполнения.

ТАБЛИЦА I. ГЛОБАЛЬНОЕ ПРИМЕНЕНИЕ КОДЕКСА И СТАНДАРТОВ

Члены и кандидаты, осуществляющие практику в нескольких юрисдикциях, могут подпадать под действие разных законов и регуляторных норм, касающихся ценных бумаг. Если применимое право строже, чем требования Кодекса и Стандартов, члены и кандидаты должны следовать применимому праву; в противном случае они обязаны следовать Кодексу и Стандартам. Ниже в таблице приводятся в качестве иллюстрации ситуации, когда член может подпадать под действие законов и регуляторных норм, касающихся ценных бумаг, трех типов стран:

НЗ: страна, где нет законов или регуляторных норм, касающихся ценных бумаг

МС: страна, где законы и регуляторные нормы, касающиеся ценных бумаг, *менее* строгие, чем Кодекс и Стандарты

БС: страна, где законы и регуляторные нормы, касающиеся ценных бумаг, *более* строгие, чем Кодекс и Стандарты.

Требования применимого законодательства	Обязанности членов и кандидатов	Объяснение
Член проживает в стране НЗ, осуществляет свою профессиональную деятельность в стране МС. В данном случае применяются законы страны МС	Член должен соблюдать Кодекс и Стандарты	По причине того, что применимые законы менее строгие, чем Кодекс и Стандарты
Член проживает в стране НЗ, осуществляет свою профессиональную деятельность в стране БС. В данном случае применяются законы страны БС	Член должен соблюдать законы страны БС	Поскольку применимые законы налагают большие требования, чем Кодекс Этики и Стандарты, должны соблюдаться более строгие требования
Член проживает в стране МС, осуществляет свою профессиональную деятельность в стране БС. В данном случае применяются законы страны МС	Член должен соблюдать законы страны БС	Поскольку применимые законы налагают менее строгие требования, чем Кодекс Этики и Стандарты, должны соблюдаться более строгие требования
Член проживает в стране МС, осуществляет свою профессиональную деятельность в стране БС. В данном случае применяются законы страны БС	Член должен соблюдать законы страны БС	Поскольку применимые законы налагают менее строгие требования, чем Кодекс Этики и Стандарты, должны соблюдаться более строгие требования
Член проживает в стране МС, осуществляет свою профессиональную деятельность в стране БЗ. В данном случае применяются законы страны, в которой осуществляется профессиональная деятельность — страны МС	Член должен соблюдать требования Кодекса Этики и Стандартов	Поскольку законодательство гласит, что применяются законы юрисдикции, в которой осуществляется деятельность и нет применимого местного законодательства, член должен соблюдать требования Кодекса Этики и Стандартов
Член проживает в стране МС, осуществляет свою профессиональную деятельность в стране БС. В данном случае применяются законы страны, в которой осуществляется профессиональная деятельность страны МС. Однако законы МС гласят, что применяется законодательство страны, в которой осуществляется деятельность	Член должен соблюдать законы страны БС	Поскольку применяется местное законодательство юрисдикции, в которой осуществляется деятельность, более строгое, чем требования Кодекса Этики и Стандартов, член должен соблюдать более строгое местное законодательство
Член проживает в стране БС, осуществляет свою профессиональную деятельность в стране МС. Применяются законы БС	Член должен соблюдать законы страны БС	Поскольку применимые законы налагают большие требования, чем Кодекс Этики и Стандарты, должны соблюдаться более строгие требования
Член проживает в стране БС, осуществляет свою профессиональную деятельность в стране МС. Применяются законы страны БС. Однако законы БС гласят, что применяется законодательство страны, в которой осуществляется деятельность	Член должен соблюдать требования Кодекса и Стандартов	Поскольку законодательство гласит, что применяются законы юрисдикции, в которой осуществляется деятельность и местное законодательство менее строгое, чем требования Кодекса Этики и Стандартов, член должен соблюдать требования Кодекса Этики и Стандартов

Требования применимого законодательства	Обязанности членов и кандидатов	Объяснение
Член проживает в стране БС, осуществляет свою профессиональную деятельность в стране МС и обслуживает клиента — гражданина страны МС. Применяются законы страны МС. Однако законы БС гласят, что применяется законодательство страны, гражданином которой является Клиент	Член должен соблюдать требования Кодекса и Стандартов	Поскольку применимое законодательство требует использовать законы страны гражданства (которые менее строгие, чем Кодекс Этики и Стандарты), Член должен соблюдать Кодекс Этики и Стандарты
Член живет в стране БС, ведет бизнес в стране МС с клиентом, который является гражданином страны БС; должны применяться законы страны БС, но в них сказано, что применяется закон страны Клиента	Член должен соблюдать законы страны БС	Поскольку применимое законодательство требует использовать законы страны клиента, а они более строгие, чем Кодекс Этики и Стандарты, член должен следовать более строгим законам страны

Рекомендуемые процедуры соблюдения

Члены и кандидаты

Среди рекомендуемых методов обеспечения и поддержания понимания применимых законов, норм и правил — следующие методы:

- *Будьте в курсе:* Членам и кандидатам следует установить или побудить своих работодателей установить процедуру регулярного информирования сотрудников об изменениях в действующих законах, нормах и правилах, а также прецедентных судебных решениях. Во многих организациях отдел комплаенса работодателя или юрисконсульт могут предоставлять такие сведения в виде информационного письма, рассылаемого сотрудникам. Еще одним практическим способом “оставаться в курсе” является участие в соответствующей внутренней или внешней программе непрерывного образования.
- *Анализируйте процедуры:* Членам и кандидатам следует пересматривать или побуждать своих работодателей пересматривать на регулярной основе письменные процедуры комплаенса компании с тем, чтобы эти процедуры отражали актуальное законодательство и давали сотрудникам необходимые ориентиры относительно того, что является приемлемым поведением в соответствии с законодательством и (или) Кодексом и Стандартами. Рекомендуемые процедуры комплаенса в отношении конкретных положений Кодекса и Стандартов обсуждаются в настоящем Руководстве в разделах “Рекомендации”, касающихся каждого стандарта.
- *Обновляйте файлы:* Членам и кандидатам следует хранить или побуждать своих работодателей хранить легкодоступные актуальные справочные копии действующих законов, норм, правил и материалов значимых судебных дел.

Законодательство стран, где распространяются продукты

Члены и кандидаты должны приложить разумные усилия для понимания применимого законодательства — как на уровне стран, так и на уровне регионов — для стран и регионов, где их инвестиционные продукты разработаны и предположительно будут распространяться.

Юрисконсульт

В случае сомнений относительно того, какие надлежащие действия следует предпринять, члену или кандидату рекомендуется обратиться за юридическим советом к сотрудникам отдела комплаенса или юрисконсульту. Если возможное нарушение совершается коллегой, со стороны члена или кандидата также может быть благоразумно обратиться за советом в отдел комплаенса или к юрисконсульту.

Отмежевание

При отмежевании от действий, нарушающих Кодекс и Стандарты, членам и кандидатам следует задокументировать нарушение и призвать свою компанию попытаться уговорить нарушителя (нарушителей) прекратить данное поведение. Для того, чтобы отмежеваться от подобного поведения, члену или кандидату, возможно, придется уволиться.

Компании

Формальность и сложность процедур обеспечения комплаенса в компаниях зависит от характера и размера организации и характера ее инвестиционных операций. Членам и кандидатам следует побуждать свои компании к рассмотрению следующих процедур и политики в поддержку принципов Стандарта I(A):

- *Разработать и (или) принять этический кодекс:* Этическая культура организации начинается с самого верхнего уровня. Членам и кандидатам следует побуждать своих руководителей или менеджеров к принятию этического кодекса. В случае возникновения этических дилемм приверженность этическому кодексу облегчает нахождение решений, и работникам, возможно, не потребуется прибегать к “изобличениям” (“whistleblowing”), публично выступая с заявлениями о сокрытии предполагаемого ненадлежащего поведения.
- *Предоставлять информацию о применимом законодательстве:* Можно распространять среди сотрудников или размещать централизованно информацию относительно применимых законов и регуляторных норм. Информационные источники могут включать в себя первичные материалы, созданные профильными органами государственной власти, государственными ведомствами, регуляторными органами, лицензирующими органами и профессиональными ассоциациями (например, материалы их сайтов); информационные сообщения юридических фирм или новостные бюллетени.
- *Установить процедуры для сообщения о нарушениях:* Компании могут разработать письменные протоколы для информирования о подозреваемых нарушениях законов, регуляторных норм или политики компании (company policies).

Применение стандарта

Пример 1 (Уведомление об известных нарушениях)

Майкл Аллен работает в брокерской компании, отвечая за андеррайтинг ценных бумаг. Должностное лицо компании предоставляет Аллену информацию, показывающую, что в финансовых отчетах, которые Аллен подавал регулирующему органу, завышались доходы эмитента. Аллен обращается за советом к главному юристу брокерской компании, который говорит, что регулирующему органу было бы трудно уличить Аллена в неправомерных действиях.

Комментарий: Хотя членам и кандидатам рекомендовано обращаться за советом к юрисконсульту, обращение за таким советом не избавляет члена или кандидата от обязанности соблюдать закон или регуляторную норму. Аллену следует сообщить об этой ситуации своему руководителю, получить независимое юридическое заключение и определить, нужно ли уведомлять регулирующий орган о своей ошибке.

Пример 2 (Отмежевание от нарушения)

Работодатель Лоуренса Брауна — компания, занимающаяся инвестиционной банковской деятельностью, — является главным андеррайтером выпуска конвертируемых облигаций компанией Courtney Company. Браун обнаруживает, что Courtney Company скрыла значительные убытки третьего квартала по своим иностранным операциям, при том, что предварительный проспект выпуска уже распространен.

Комментарий: Поскольку Браун знает, что предварительный проспект вводит в заблуждение, ему следует сообщить об обнаруженном им факте соответствующим сотрудникам своей компании, отвечающим за комплаенс. Если нарушение не будет устранено и работодатель Брауна не отмежевается от андеррайтинга выпуска, Брауну следует разорвать все связи с этим андеррайтингом. Брауну также следует обратиться за юридической консультацией относительно необходимости дополнительного информирования или иных действий.

Пример 3 (Отмежевание от нарушения)

Компания Камиши Вашингтон рекламирует результаты своей работы, показывая доходность всех своих клиентов в совокупности за 10-летний период. Вашингтон тем не менее обнаруживает: в составном индексе отсутствует доходность клиентов, которые ушли от компании за этот 10-летний период, в то время как в описании составного индекса доходности указывается, что учтены все клиенты компании. Этот пропуск привел к завышению итоговых результатов. Камишу Вашингтон просят использовать при привлечении клиентов рекламные материалы, включающие ошибочные данные.

Комментарий: Представление неверных данных о результатах деятельности является нарушением Кодекса и Стандартов. Хотя Вашингтон сама не участвовала в расчете данных о результатах, если бы она использовала завышенные данные о результатах при привлечении клиентов, она бы содействовала нарушению Стандарта I(A). Она обязана отмежеваться от этих действий. Если обсуждение вводящих в заблуждение данных с работником, отвечающим за этот участок работы, не устранил эту проблему, то она может довести информацию об этой ситуации до сведения своего руководителя или отдела комплаенса своей компании. Если ее компания не захочет пересчитать данные о своих результатах, Вашингтон должна воздержаться от использования рекламных материалов и уведомить компанию

о причинах. Если компания будет настаивать на том, чтобы она использовала имеющиеся рекламные материалы, ей следует подумать, не требует ли ее обязанность отмежеваться от этих действий вплоть до поиска нового места работы.

Пример 4 (Следование наивысшим требованиям)

Джеймс Коллинз — инвестиционный аналитик в крупной брокерской компании на Уолл-стрит. Он работает в развивающейся стране с быстро модернизирующейся экономикой и растущим рынком капитала. В стране существует минимальное — и по форме, и по содержанию — законодательство в области ценных бумаг, в котором нет предусматривающих наказание запретов на инсайдерскую торговлю.

Комментарий: Коллинз обязан выполнять требования Кодекса и Стандартов, которые могут оказаться более строгими, чем нормы и правила данной развивающейся страны. Он должен осознавать риски, которые небольшой рынок и отсутствие достаточного регулирования информационного потока могут представлять для возможности получения им информации и своевременных решений. Он должен учитывать этот фактор при предоставлении рекомендаций клиентам. В отношении существенной непубличной информации, которая случайно попадает в его распоряжение, он обязан следовать Стандарту II(A) — Существенная непубличная информация.

Пример 5 (Следование наиболее строгим требованиям)

Лора Джеймсон работает в транснациональной инвестиционно-консалтинговой компании, штаб-квартира которой находится в США. Джеймсон живет и работает в качестве зарегистрированного инвестиционного консультанта в маленьком, но богатом островном государстве Каррамба. Законодательство Каррамбы в области ценных бумаг запрещает инвестиционным консультантам, зарегистрированным и проживающим в этой стране, приобретать на свои собственные счета ценные бумаги, участвуя в первичных публичных размещениях (IPO). Джеймсон, полагая, что как гражданка США, работающая в американской компании, она обязана соблюдать лишь законодательство США, проигнорировала упомянутое положение закона Каррамбы. Кроме того, Джеймсон полагает, что она придерживается более строгих требований законодательства, как обладатель сертификата CFA, выполняющий требования Кодекса и Стандартов по раскрытию своего участия в любом IPO своему работодателю и клиентам, если владение этими ценными бумагами создает конфликт интересов.

Комментарий: Джеймсон нарушает Стандарт I(A). Как зарегистрированному инвестиционному консультанту, работающему в Каррамбе, ей запрещено законодательством Каррамбы в области ценных бумаг участвовать в IPO, независимо от законодательства ее родной страны. Более того, поскольку законодательство страны, где она работает, строже Кодекса и Стандартов, она обязана следовать более строгим требованиям местного законодательства, а не требованиям Кодекса и Стандартов.

Пример 6 (Законы и регуляторные нормы, основанные на религиозных принципах)

Аманда Джэнни работает управляющим портфелем инструментов с фиксированной доходностью в крупной международной компании. Она входит в команду сотрудников компании, отвечающей за создание и управление ориентированного на состоятельных частных клиентов хедж-фонда облигаций, продажи которого осуществляются через центры дистрибуции компании. Компания получает запрос от потенциальных клиентов с Ближнего Востока, заинтересованных в инвестициях в соответствии с нормами ислама. В маркетинговых и рекламных материалах хедж-фонда облигаций не упоминается, подходит ли этот фонд для клиентов, стремящихся к соблюдению норм исламского права. Поскольку услуги фонда маркетируются по всему миру, Джэнни беспокоится за репутацию фонда и компании, полагая, что раскрытие информации о том, соответствует ли фонд требованиям исламского права или нет, могло бы помочь минимизировать потенциальные ошибки при продвижении услуг фонда на рынок.

Комментарий: В условиях продолжающейся глобализации финансового рынка членам и кандидатам, помимо знания государственных законов и регуляторных норм, необходимо также иметь представление о требованиях, диктуемых культурными традициями и религией. Джэнни и ее компания могли бы проявить дальновидность, указав, соответствует ли фонд запросам этих клиентов.

Пример 7 (Информирование о возможных неэтичных действиях)

Криста Блум — младший портфельный менеджер, управляющая активами состоятельных частных клиентов в крупной глобальной инвестиционной управляющей компании. Она обратила внимание на появление нескольких новых портфелей и контрактов, связанных с одной из европейских стран, в которой у компании прежде не было бизнеса. Кристе также сообщили, что данный бизнес растет благодаря одному брокеру, работающему в этой стране. На совещании по распределению выделенного на аналитические

исследования бюджета Блюм заметила, что этот брокер добавлен к перечню аналитиков и получает оплату за аналитические отчеты. Вместе с тем Криста уверена, что в портфелях под управлением ее компании отсутствуют ценные бумаги, связанные с этой страной, и к тому же она ни разу не видела аналитических отчетов, выпущенных этим брокером.

Криста спрашивает своего руководителя, почему имя брокера находится в перечне аналитиков, и получает ответ, что эти аналитические обзоры получает один из сотрудников из отдела маркетинга и что с наличием имени брокера в перечне аналитиков нет никаких проблем. Однако Криста полагает, что на самом деле брокеру платят за привлечение новых клиентов, используя неправомерные выплаты за аналитические отчеты, и она желает отмежеваться от этих неправомерных действий.

Комментарий: Блюм необходимо следовать политике компании согласно внутренним процедурам по информированию о потенциально неэтичном поведении, что может потребовать обсуждения этого вопроса с ее руководителем или с соответствующим сотрудником департамента комплаенса. Ей следует надлежащим образом сообщить о своей обеспокоенности и предложить раскрыть информацию о взаимоотношениях с новым брокером и платежах за аналитические отчеты.

Пример 8 (Неосведомленность об изменениях в законодательстве)

Колин Уайт — сторонник использования новых технологий в общении с существующими и потенциальными клиентами. Недавно она начала размещать инвестиционную информацию, включая отчеты о результатах и инвестиционные рекомендации, на своей странице в Фейсбуке. Кроме того, она рассылает короткие объявления и комментарии через Твиттер (например, “У компании XYZ хорошие перспективы роста”, сопровождая сообщение хэштегом “#делаем деньги для вас”). Еще до того, как Уайт начала использовать соцсети для общения с клиентами, регулирующий орган ее страны выпустил новые требования и рекомендации относительно электронных коммуникаций, и, по-видимому, сообщения, которые рассылает Уайт, противоречат недавно выпущенным регуляторным требованиям.

Комментарий: Уайт нарушает Стандарт I(A), поскольку ее коммуникации с клиентами не отвечают существующим рекомендациям и регуляторным нормам относительно использования социальных сетей. Поскольку сектор финансовых услуг — это динамичный, развивающийся сектор, Уайт обязана быть в курсе меняющихся юридических требований в области финансовых услуг, относящихся к ее профессиональной деятельности. Если Уайт сама не отслеживает изменения законодательства и регулирования, относящиеся к ее профессиональным обязанностям, ей следует консультироваться с надлежащими, осведомленными и надежными источниками, такими как отдел комплаенса ее компании, а также с внешними провайдерами юридических услуг или со сторонним юридическим консультантом.

Стандарт I(B). Независимость и объективность

В целях обеспечения независимости и объективности профессиональной деятельности члены и кандидаты обязаны действовать рассудительно и осмотрительно. Членам и кандидатам запрещается предлагать, требовать или принимать подарки, ценности или суммы вознаграждения, способные, как можно разумным образом полагать, отразиться на их собственной независимости и беспристрастности или на независимости и беспристрастности других лиц.

Руководство по применению

Основные вопросы:

- *Взаимодействие с клиентами-инвесторами*
- *Взаимодействие с управляющими фондами и депозитариями*
- *Инвестиционно-банковские услуги*
- *Измерение и анализ результатов инвестирования*
- *Публичные компании*
- *Заключения кредитных рейтинговых агентств*
- *Рейтинговые кредитные агентства*
- *Выбор управляющего фондом / поставщика услуг*
- *Аналитические исследования, оплаченные эмитентом*
- *Оплата поездок*

Стандарт I(B) говорит об обязанности членов и кандидатов обеспечить свою независимость и объективность на благо клиентов с тем, чтобы на результаты их работы и экспертные заключения не влияли потенциальные конфликты интересов или иные обстоятельства, искажающие их суждения. Каждому члену и кандидату следует избегать ситуаций, которые могли бы привести или восприниматься в качестве приводящих к потере независимости или объективности, как при предоставлении инвестиционных рекомендаций, так и при инвестировании.

На аналитиков и портфельных менеджеров может оказываться давление, им могут предлагаться разнообразные вознаграждения и льготы. Так, компании могут быть заинтересованы в расширении аналитического покрытия, эмитенты и андеррайтеры — в продвижении новых выпусков ценных бумаг, брокеры — в увеличении объема комиссионного вознаграждения, а на рейтинговые агентства в процессе выставления кредитного рейтинга влияние может оказывать сам эмитент. Вознаграждения и льготы могут включать в себя как дорогие подарки, приглашения на мероприятия, билеты, так и предоставление рекомендаций для трудоустройства. Также одним из видов вознаграждения может быть выделение инвестиционным менеджерам на их личные счета акций эмитентов в переподписанных IPO. Подобная практика дает управляющим возможность получить быструю прибыль, которой может не быть у их клиентов. Такая практика запрещена в соответствии со Стандартом I(B).

Недорогие подарки и развлечения приемлемы, однако членам и кандидатам следует проявлять особую осторожность и сопротивляться неявному или явному давлению, имеющему целью заставить их действовать в ущерб интересам своих клиентов. Лучшая деловая практика требует, чтобы члены и кандидаты отказывались от предлагаемых подарков или развлечений, которые могут поставить под сомнение их независимость и объективность.

Можно различать получение подарка, “бонуса” или взаимной услуги в качестве благодарности от клиента от подарков от лиц, стремящихся повлиять на члена или кандидата во вред другим клиентам. В ситуации клиентских отношений клиент уже вошел в некоторого рода компенсационные договоренности с членом, кандидатом или их компанией. Подарок от клиента можно рассматривать как дополнительную компенсацию. Возможность обретения влияния во вред другим клиентам хотя и существует, но она не столь велика, как в ситуациях, когда отсутствуют договоренности о компенсации. При возможности, перед тем как принимать “бонусы” или подарки от клиентов, членам и кандидатам следует сообщить своим работодателям о таких предложениях со стороны клиентов. Если уведомление невозможно до принятия подарков и вознаграждений, члены и кандидаты обязаны сообщить своему работодателю о “бонусах”, полученных от клиентов в прошлом. Раскрытие информации позволяет работодателю члена или кандидата самому определить степень возможного влияния подарка на независимость и объективность члена или кандидата.

Члены и кандидаты могут также подвергаться давлению со стороны своих компаний, например с целью выпуска аналитических исследований или рекомендаций, благоприятных для определенных компаний, у которых есть или потенциально могут быть деловые отношения с компанией, где работает член или

кандидат. Ситуация может осложняться, если один из топ-менеджеров такой компании является членом совета директоров банка или инвестиционной компании и пытается оказывать влияние на принятие инвестиционных решений. Члены и кандидаты, вовлеченные в маркетинг и продажи, должны особенно заботиться о сохранении своей объективности при продвижении инвестиций, подходящих для своих клиентов.

Давление, угрожающее независимости, может поставить аналитиков в сложное положение и поставить под угрозу их способность действовать независимо и объективно. Аналитики справлялись с таким давлением, среди прочего, используя неоднозначные слова и неявные оттенки слов в своих рекомендациях или умеренный тон в своих аналитических отчетах. Вместе с тем такие тонкости не воспринимаются некоторыми инвесторами, которые обоснованно ожидают от отчетов и рекомендаций четкости и прозрачности, а также ясного выражения точки зрения аналитика, основанной на беспристрастном анализе и независимых суждениях.

Члены и кандидаты лично ответственны за сохранение независимости и объективности при подготовке аналитических отчетов, составлении инвестиционных рекомендаций или совершении инвестиционных действий от имени клиентов. Рекомендации должны передавать мнения члена или кандидата, свободные от внутреннего или внешнего давления, и должны быть написаны ясным и однозначным языком.

Членам и кандидатам также следует помнить, что какая-то часть их профессиональной или общественной деятельности в рамках Института CFA или обществ — членов Института, может незаметно поставить под угрозу их независимость или объективность. При обращении в компании за финансовой поддержкой в организации конференций, семинаров или даже еженедельных деловых обедов членов общества членам и кандидатам, отвечающим за эти мероприятия, следует оценить реальное влияние таких обращений на свою независимость и может ли их объективность быть скомпрометирована в восприятии их клиентов.

Клиенты-покупатели

Одним из источников давления на аналитиков на стороне продажи являются клиенты-покупатели. Традиционно главными пользователями аналитики на стороне продажи являются институциональные клиенты — либо напрямую, либо через брокерские услуги за “мягкие доллары”. У портфельных управляющих могут быть значительные позиции в ценных бумагах анализируемой компании. Понижение рейтинга может отрицательно повлиять на доходность портфеля, особенно в краткосрочном плане, поскольку в последние годы котировки акций стали более чувствительны к изменениям рейтингов. Понижение рейтинга может также сказаться на компенсации управляющего, которая обычно привязана к доходности портфеля. Кроме того, доходность портфеля является объектом медийного и общественного контроля, что может повлиять на профессиональную репутацию управляющего. В результате некоторые портфельные управляющие явно или неявно поддерживают завышение рейтингов на стороне продажи.

Портфельные управляющие обязаны способствовать и уважительно относиться к интеллектуальной честности аналитики. Поэтому не подобает портфельным управляющим прибегать к угрозам или ответным действиям, таким как сообщение компании о действиях следящих за ней аналитиков, с тем, чтобы вызвать ее отрицательную реакцию. Хотя большинство портфельных управляющих не прибегают к таким мерам, наличие в восприятии аналитика самой возможности такой карательной меры может быть источником беспокойства и затруднить сохранение аналитиком независимости и объективности.

Отношения с управляющими фондами и депозитариями

Аналитики — не единственные, кто должен беспокоиться о сохранении непредвзятости. Членам и кандидатам, отвечающим за привлечение и поддержание отношений с внешними управляющими и депозитариями, не следует принимать подарки, средства на развлекательные мероприятия или поездки, что может восприниматься как нечто, влияющее на их решения. Привлечение управляющих вторичными фондами стало распространенной практикой при управлении специфическими типами активов. Использование внешних независимых депозитариев также является типичным для независимых инвестиционно-консультационных фирм, помогая последним усилить их трейдинговые возможности и соблюдать требования отчетности. Руководители первичных и вторичных фондов, а также внешние независимые депозитарии часто проводят образовательные и маркетинговые мероприятия с целью информирования рынка о своей бизнес-стратегии, инвестиционном процессе и депозитарных услугах. Члены и кандидаты должны анализировать достоинства каждого такого приглашения самостоятельно, чтобы определить, могут ли они посетить мероприятие и при этом сохранить свою независимость.

Отношения с инвестиционными банкирами

Некоторые инвестиционные фирмы, работающие на стороне продавца, могут оказывать давление на своих аналитиков с тем, чтобы они готовили положительные аналитические отчеты по существующим или будущим клиентам инвестиционно-банковского направления. Для многих из этих инвестиционных фирм прибыль от инвестиционно-банковской деятельности становится все более важной частью общей прибыли, поскольку под влиянием ценовой конкуренции прибыль от брокерских услуг снижается. Вследствие этого фирмы, предлагающие инвестиционно-банковские услуги, не жалея сил стараются установить и поддерживать отношения с существующими и будущими клиентами инвестиционно-банковского направления. Эти компании часто включаются в исследования аналитиков инвестиционных фирм, поскольку компании часто выбирают инвестиционные банки на основе репутации их аналитиков, качества их работы и статуса в отрасли.

В некоторых странах аналитики часто работают в тесном взаимодействии с инвестиционными банкирами, чтобы помочь последним в поиске потенциальных клиентов. В других странах, в связи с прошлыми злоупотреблениями в ситуациях очевидного конфликта интересов, регулирующие органы установили четкие правила, запрещающие взаимодействия между этими группами сотрудников. Хотя сотрудничество между аналитиками и инвестиционными банкирами может быть выгодно инвестиционной фирме, а также может повысить эффективность рынка (например, позволяя инвестиционным фирмам более точно оценивать риски и рассчитывать цены), оно требует от инвестиционных фирм тщательного управления конфликтами интересов, присущих такому сотрудничеству. Совместная работа аналитиков с инвестиционными банкирами допустима только при достаточном раскрытии конфликтов интересов и эффективной работе с ними. Руководители инвестиционных фирм ответственны за создание среды, в которой аналитики не подвергаются ни принуждению, ни соблазну выпускать аналитические исследования, не отражающие их истинную точку зрения.

Инвестиционные фирмы должны требовать публичного раскрытия перед инвесторами реально существующих конфликтов интересов.

Члены, кандидаты и их фирмы должны внедрить и следовать лучшим бизнес-практикам, которые позволяют как гарантировать принципы независимости и объективности в корпоративной культуре, так и защитить аналитиков от неправомерного давления со стороны их коллег из инвестиционно-банковской сферы. Целью управления “защитными стенами” (“firewalls”), традиционно создаваемыми между этими двумя функциями, должна быть минимизация конфликта интересов; на практике усиление “защитной стены” может доходить даже до полного запрета на общение между этими группами сотрудников. Ключевым элементом такой усиленной “защитной стены” является полное разделение потоков отчетности для аналитиков и инвестиционных банкиров. Например, последние не могут иметь полномочий одобрять или не одобрять аналитические отчеты или рекомендации или вносить в них изменения. Еще одним элементом должен быть механизм компенсаций, минимизирующий давление на исследователей-аналитиков и поощряющий объективность и точность. Компенсационный механизм не должен напрямую увязывать размер компенсаций аналитика с проектами инвестиционного банкинга, в которых аналитик может участвовать как член проектной команды. Компании также должны регулярно анализировать внутренние правила и процедуры с целью определения, достаточно ли защищены аналитики, а также постоянно повышать прозрачность раскрытия информации, касающейся конфликта интересов. Самый высокий уровень прозрачности достигается, когда раскрытие информации происходит четко и конкретно, а не размыто и общо.

Оценка и объяснение результатов инвестирования

Члены и кандидаты, работающие в отделе измерения результатов инвестирования, также могут оказываться в ситуациях, в которых их независимость и объективность могут подвергнуться испытанию. Как аналитики, оценивающие результаты, в своем анализе они могут обнаружить случаи, когда инвестиционные менеджеры отклонились от мандата. Кроме того, аналитика, оценивающего результаты, могут попросить изменить состав композитных индексов из-за отрицательных результатов, получаемых по конкретному клиенту или фонду. Членам и кандидатам, тщательно и добросовестно оценивающим результаты инвестирования и выполняющим другую аналитическую работу, нельзя допускать внутреннего или внешнего влияния на свою независимость и объективность.

Публичные компании

Некоторые из компаний, покрываемых аналитиком, могут оказывать на него давление с целью получить благоприятные отчеты и рекомендации. Не каждая ценная бумага заслуживает рекомендации “покупать” и не каждый исследовательский отчет является благоприятным — по многим причинам, включая циклический характер многих видов бизнеса и колебаний рынка. “Хорошая компания” не

всегда означает хороший объект для инвестирования — например, если текущая рыночная цена акции равна ее справедливой стоимости. При написании инвестиционной рекомендации аналитик обязан прогнозировать, интерпретировать и оценивать перспективы компании и динамику котировок ее акций на основе фактов. Вместе с тем многие руководители компаний считают, что акции их компаний недооценены, и этим руководителям может быть трудно согласиться с критическими аналитическими отчетами или понижением рейтинга. Размер компенсации руководителей компаний также может зависеть от доходности акций.

Комплексная проверка компании в финансовых аналитических исследованиях включает в себя сбор информации из широкого набора источников, включая публичные документы (такие как информационные письма к годовому собранию акционеров, ежегодные отчеты и иные документы, подаваемые в соответствии с регуляторными нормами), а также информацию от руководителей компании и сотрудников, отвечающих за отношения с инвесторами, поставщиков, клиентов, конкурентов и иных релевантных источников. Аналитики могут обоснованно опасаться, что компании могут ограничить их возможности проведения полноценного исследования, отказывая аналитикам, имеющим “отрицательную” точку зрения, в доступе к руководству компании и (или) на телеконференции и иные корпоративные мероприятия. Месть со стороны компаний может выражаться в виде судебных исков против самих аналитиков и (или) их фирм с требованием взыскания ущерба за экономические последствия публикации отрицательных отчетов и рекомендаций. Хотя лишь небольшое число компаний ведут себя подобным образом, мысль о возможности возмездия обоснованно беспокоит аналитиков. Эта обеспокоенность может затруднить проведение аналитиками тщательного и полного исследования, необходимого для объективных рекомендаций.

Заключения кредитных рейтинговых агентств

Услуги кредитных рейтинговых агентств включают в себя количественную оценку предлагаемых компаниями облигаций. У аналитиков могут быть трудности, связанные со стимулами и компенсационными программами, которые могут быть привязаны к конечному рейтингу и успешному размещению продукта. Члены и кандидаты, работающие в рейтинговых агентствах, должны следить за тем, чтобы процедуры и процессы в их агентствах препятствовали неправомерному влиянию со стороны рейтингуемой компании во время анализа. Члены и кандидаты должны соблюдать требования своих агентств и своей отрасли относительно процесса анализа и распространения аналитических отчетов.

Работа кредитных рейтинговых агентств также вызывает обеспокоенность, сродни той, которая характерна для отношений с сотрудниками из инвестиционно-банковской сферы. Аналитики могут испытывать давление с тем, чтобы выдавать рейтинги определенного уровня в связи с другими услугами, которое агентство оказывает компаниям, например, услуги разработки структурированных продуктов. Рейтинговым агентствам следует создать необходимые ограничения и процедуры, позволяющие различным направлениям бизнеса функционировать независимо друг от друга.

При использовании информации, предоставляемой кредитными рейтинговыми агентствами, членам и кандидатам следует помнить о потенциальных конфликтах интересов. И в связи с потенциальными конфликтами интересов членам и кандидатам может понадобиться провести собственную независимую оценку присужденного рейтинга.

Влияние в процессе выбора управляющего или организации закупок

Члены и кандидаты могут оказаться на той или другой стороне процесса выбора управляющего. Они могут быть на стороне нанимателя в качестве представителя пенсионного фонда или члена инвестиционного комитета целевого фонда или благотворительной организации. Кроме того, другие члены могут представлять свои организации, пытаясь получить новые мандаты на размещение инвестиций. Обязанность членов и кандидатов сохранять свою независимость и объективность распространяется на найм и увольнение лиц, оказывающих бизнес-услуги за рамками управления инвестированием.

При выполнении функции найма членам и кандидатам запрещено выпрашивать подарки, взносы или иное вознаграждение, которое способно повредить их независимости и объективности. Чтобы войти в противоречие со Стандартом I(B), испрашивание вознаграждения не обязательно должно приносить выгоду самим членам и кандидатам. Просьба о пожертвовании в пользу предпочитаемой благотворительной или политической организации также может восприниматься как попытка повлиять на процесс принятия решений. Кроме того, членам и кандидатам при выполнении функции найма следует отказываться от подарков, пожертвований или иного предлагаемого вознаграждения, которое может восприниматься как оказание влияния на процесс принятия ими решений.

Стараясь получить мандат на новые размещения инвестиций, члены и кандидаты не должны предлагать подарки, взносы или иные виды вознаграждений для оказания влияния на решение нанимающего лица. Предложение таких вознаграждений с намерением нарушить независимость и объективность другого лица было бы нарушением Стандарта I(B). Среди таких запрещенных действий может быть предложение пожертвования в пользу благотворительной организации или кандидата на политическую должность, указанных нанимающим лицом.

Примером однозначно неправомерного влияния на нанимающих лиц явился скандал “заплати-и-управляй” (“pay-to-play”) с государственными пенсионными фондами в США. Стремясь заполучить выгодные размещения инвестиций, инвестиционные менеджеры сделали запрашиваемые пожертвования в политические кампании лиц, непосредственно отвечающих за принятие решения по найму. Этот скандал и несколько схожих случаев привели к принятию новых законов, требующих дополнительной отчетности о политических пожертвованиях и запрета либо отсрочки найма инвестиционных менеджеров, внесших взносы в политические кампании лицам, связанным с принятием решений.

Аналитические исследования, оплаченные эмитентом

В свете сокращения в последнее время аналитического покрытия на стороне покупок многие компании, стремясь стать более заметными как на финансовых рынках, так и в глазах потенциальных инвесторов, наняли аналитиков для составления исследовательских отчетов, включающих анализ этих компаний. Эти отчеты заполняют лакуны, созданные недостаточным покрытием, и могут быть эффективным способом коммуникации с инвесторами.

Вместе с тем оплаченные эмитентами исследования независимых аналитиков чреваты потенциальными конфликтами интересов. В зависимости от того, как написан и распространяется отчет, инвесторы могут ошибочно подумать, что исследование проведено независимым источником, в то время как оно было оплачено компанией — объектом исследования.

Члены и кандидаты обязаны придерживаться строгих стандартов профессионального поведения, определяющих, как должно проводиться исследование и какие сведения подлежат раскрытию в отчете. Аналитики обязаны проводить тщательный, независимый и беспристрастный анализ и обязаны полностью раскрывать потенциальные конфликты интересов, включая характер компенсации. Иначе аналитики рискуют ввести инвесторов в заблуждение.

Инвесторы нуждаются в ясной, заслуживающей доверия и скрупулезной информации о компаниях, а также в том, чтобы исследования основывались на независимых суждениях. Как минимум оплаченные эмитентами исследования должны включать в себя тщательный анализ финансовых отчетов компании на основе публичной раскрываемой информации, сравнительного анализа внутри группы схожих компаний и анализа отрасли. Аналитики должны основывать свои исследования на независимости, тщательности и объективности. В своих отчетах аналитикам следует различать факты и мнения. Выводы должны строиться на рациональном и достаточном основании, включающем соответствующие выводы исследования.

Независимые аналитики также должны строго ограничивать виды компенсаций, принимаемых ими за проведение исследований, оплачиваемых эмитентами. В противном случае можно обоснованно ожидать, что на содержание и выводы отчетов повлияла компенсация со стороны оплативших исследование компаний. Компенсация, которая может повлиять на исследование, может быть прямой, как, например, оплата, основанная на выводах отчета, или косвенной, как, например, warrants на покупку акций или иные долевыми ценными бумагами, которые могут вырасти в стоимости с учетом положительной оценки в отчете. В таких случаях у независимого аналитика есть стимул избегать включения негативной информации или делать отрицательные выводы. Наилучшая практика требует от независимых аналитиков до написания отчетов достижения договоренности о фиксированном вознаграждении за работу, не связанном с выводами и рекомендациями.

Оплата поездок

Выгоды, связанные с оплатой поездок, не ограничиваются экономией затрат члена или кандидата и их компании; это может быть возможность эксклюзивной беседы с руководителями компании или получение новой информации об инвестиционных возможностях, предоставляемых инвестиционной компанией. Согласие на такие поездки несет с собой и потенциальную обеспокоенность; например, на членов и кандидатов могут оказать влияние обсуждения во время полета на корпоративном или зафрахтованном самолете или во время оплаченного участия в конференциях, на которых многие расходы, включая проезд и проживание, оплачены организаторами. Чтобы избежать впечатления компрометации независимости и объективности, наилучшая деловая практика требует, чтобы члены и кандидаты всегда

пользовались коммерческим транспортом за свой счет или за счет своей компании, вместо того чтобы соглашаться на проезд, оплаченный сторонней организацией. В случае отсутствия возможности проезда коммерческим транспортом члены и кандидаты могут согласиться на оплаченный проезд в скромных условиях для участия в надлежащих ознакомительных мероприятиях, таких как посещения объектов недвижимости (property tours).

Рекомендованные процедуры соблюдения требований

Чтобы не допускать нарушений Стандарта I(B), членам и кандидатам следует быть приверженными нижеследующей практике и побуждать свои компании принять нижеследующие процедуры:

- *Защищать независимость мнений:* Членам, кандидатам и их компаниям следует установить в рамках корпоративной политики, что каждый исследовательский отчет относительно ценных бумаг корпоративного клиента должен отражать беспристрастное мнение аналитика. Компаниям также следует разработать системы компенсации, которые защищают независимость процесса принятия инвестиционных решений, поддерживая независимость и объективность аналитиков.
- *Создать ограничительный перечень:* Если их компания не желает допускать распространение отрицательных мнений о своем клиенте, членам и кандидатам следует побуждать компанию к удалению этого неоднозначного клиента из общего числа охватываемых исследованиями компаний и помещению его в отдельный перечень с тем, чтобы компания распространяла об этом клиенте только фактическую информацию.
- *Ограничить использование льготных условий:* При посещении встреч в офисе эмитента членам и кандидатам следует платить за переезд на коммерческом транспорте и за проживание и услуги. Корпоративным эмитентам нельзя возмещать членам или кандидатам расходы на авиаперелет. Членам и кандидатам следует предложить эмитентам ограничить использование корпоративного авиатранспорта ситуациями, когда нет возможности проезда коммерческим транспортом или нет иных эффективных способов организации проезда. Членам и кандидатам следует особенно внимательно следить за тем, чтобы, когда между конкретным эмитентом и конкретным членом или кандидатом проводятся частые встречи, эмитент не всегда должен быть принимающей стороной по отношению к члену или кандидату.
- *Ввести ограничения на принятие подарков:* Члены и кандидаты должны ограничить принятие денежных выплат и (или) подарков небольшими подарками. Стандарт I(B) не воспрещает привычных и обычных связанных с деловыми контактами развлечений, если их целью не является влияние на членов или кандидатов или их вознаграждение. Их работодателям следует строго ограничить стоимость приемлемых подарков на основе обычаев страны или региона, указав, относится ли предельная стоимость к одному подарку или совокупной стоимости за год.
- *Ввести ограничения на инвестиции:* Членам и кандидатам следует побуждать свои инвестиционные компании разрабатывать официальные правила (policies), относящиеся к приобретению сотрудниками акций, включая акции в рамках IPO. Инвестиционным компаниям следует требовать наличия предварительного одобрения участия сотрудника в IPO, а также скорейшего раскрытия инвестиционных действий, предпринятых после предложения со стороны эмитента. Следует строго ограничить приобретение инвестиционными специалистами ценных бумаг в рамках частных размещений.
- *Контрольные процедуры:* Членам и кандидатам следует побуждать свои компании разрабатывать эффективные надзорные и контрольные процедуры с целью обеспечения соблюдения аналитиками и портфельными управляющими правил (policies), относящихся к их собственной инвестиционной деятельности.
- *Правила (policy) независимости:* Членам, кандидатам и их компаниям следует принять официальные письменные правила (policy) относительно независимости и объективности аналитических исследований и установить правила отчетности и контрольные процедуры с тем, чтобы аналитик-исследователь не находился в подчинении или под контролем какого-либо подразделения своей компании, которое могло бы нарушить независимость аналитика.
- *Назначение должностного лица:* Компаниям следует назначить должностное лицо с надзорными функциями в отношении соблюдения этического кодекса компании и всех регуляторных норм, касающихся направления бизнеса компании. Компаниям следует обеспечить каждого сотрудника процедурами и правилами информирования о потенциально неэтичном поведении, нарушениях регуляторных норм и иных действиях, которые могут нанести ущерб репутации компании.

Применение стандарта

Пример 1 (Расходы на поездки)

Стивен Тейлор, аналитик в области горнорудной промышленности компании Bronson Brokers, приглашен компанией Precision Metals вместе с группой коллег в поездку по горнорудным объектам нескольких западных американских штатов. Приглашающая компания организует чартерные перелеты от одного объекта к другому с размещением в течение трех дней в отелях Spartan Motels, единственной сети, предоставляющей проживание рядом с рудниками. Тейлор позволяет компании Precision Metals заплатить за него, так же как и другие аналитики, за исключением одного — Джона Адамса, сотрудника крупной трастовой компании, который настоял на соблюдении политики своей компании и сам оплатил свой гостиничный номер.

Комментарий: Политика компании, где работает Адамс, находится в строгом соответствии со Стандартом I(B), требуя избегания даже видимости конфликта интересов, однако Тейлор и другие аналитики не обязательно нарушили Стандарт I(B). В целом, позволяя компаниям в подобных обстоятельствах оплачивать проезд и (или) проживание, члены и кандидаты должны полагаться на свою рассудительность. Они должны следить за тем, чтобы такие договоренности не нарушали их независимость и объективность. В данном примере поездка была исключительно в деловых целях, и Тейлор не пользовался не связанными с поездкой или дорогостоящими услугами гостеприимства. Маршрут поездки требовал использования чартерных рейсов, которые аналитики не должны были оплачивать. Условия размещения были вполне скромные. Эта ситуация не является чем-то необычным, и Стандарт I(B) в ней не был нарушен, постольку-поскольку не было нанесено вреда независимости и объективности Тейлора. В конечном счете членам и кандидатам следует подумать, смогут ли они оставаться объективными и не нарушена ли их добропорядочность в глазах клиентов.

Пример 2 (Независимость аналитических исследований)

Сьюзан Дилон, аналитик в департаменте корпоративных финансов компании, предоставляющей инвестиционные услуги, выступает с презентацией перед новым потенциальным бизнес-клиентом, в котором обещает, что ее компания обеспечит полное исследовательское покрытие этого клиента.

Комментарий: Дилон может согласиться обеспечить полное аналитическое покрытие, но она не имеет права давать обязательство от имени аналитического отдела компании предоставлять благоприятные рекомендации. Рекомендация со стороны компании (положительная, нейтральная или отрицательная) должна быть основана на независимом и объективном исследовании и анализе компании и ее ценных бумаг.

Пример 3 (Независимость аналитических исследований и внутрифирменное давление)

Уолтер Фритц работает аналитиком на рынке акций горнорудных компаний в компании Hilton Brokerage. Он пришел к заключению, что акции компании Metals & Mining на их нынешнем уровне переоценены, но его беспокоит, что негативный аналитический отчет повредит хорошим отношениям между Metals & Mining и инвестиционно-банковским подразделением его компании. К тому же один из руководящих должностных лиц Hilton Brokerage прислал Фритцу копию предложения от их компании Metals & Mining выступить андеррайтером выпуска облигационного займа. Фритцу надо срочно подготовить аналитический отчет, и его беспокоит, что будет, если он выставит не очень благоприятный рейтинг.

Комментарий: Аналитический отчет Фритца по компании Metals & Mining обязан быть объективным и основываться исключительно на фундаментальных показателях компании. Любое давление со стороны других подразделений его компании является неправомерным. Этот конфликт можно было бы устранить, если бы в ожидании выпуска облигаций Hilton Brokerage поместил Metals & Mining в ограничительный перечень для своей службы продаж.

Пример 4 (Независимость аналитических исследований и давление из-за боязни повредить отношениям с эмитентом)

Как и в Примере 3, Уолтер Фритц пришел к заключению, что акции Metals & Mining переоценены с учетом их нынешнего уровня, но его беспокоит, что отрицательный аналитический отчет может повредить хорошим отношениям, которые он поддерживал с гендиректором Metals & Mining, замом гендиректора по финансам и руководителем отдела по отношениям с инвесторами. Фритца также беспокоит, что отрицательный отчет может вызвать ответные меры со стороны руководства этой компании — например, она может не допускать его к участию в телеконференциях в связи с выходом квартальных данных по прибылям, лишать его возможности задавать вопросы во время таких телеконференций и (или) лишать

его доступа к высшему руководству компании, нужного для организации групповых встреч клиентов Hilton Brokerage с высшими руководителями Metals & Mining.

Комментарий: Как и в Примере 3, аналитический отчет Фритца должен быть объективным и основываться исключительно на фундаментальных показателях компании. Любое давление со стороны Metals & Mining является неправомерным. Фритцу следует усилить независимый характер своих выводов, подчеркнув, что его рекомендация по инвестированию основана на относительном оценивании, которое может включать в себя вопросы качества руководства Metals & Mining.

Пример 5 (Независимость аналитических исследований и давление со стороны продаж)

Линдси Уорнер работает в управлении корпоративных облигаций и помогает реализации продуктов, предоставляя рекомендации покупателям ценных бумаг с постоянной доходностью. Ее компенсация тесно увязана с результатами работы управления корпоративных облигаций. К концу квартала компания Уорнер аккумулировала значительный объем облигаций компании Milton Ltd. — продажи не шли в связи недавним заявлением со стороны Milton о наличии операционной проблемы. Сотрудники из отдела продаж попросили Уорнер связаться с крупными клиентами, чтобы сбыть эти облигации.

Комментарий: Неэтичная практика в области продаж приводит к серьезным потенциальным нарушениям Кодекса и Стандартов. На мнение Уорнер относительно облигаций Milton не должно влиять внутреннее давление или ее компенсация. В данном случае Уорнер обязана отказаться сбывать облигации Milton, если только она не сможет показать, что рыночная цена облигаций уже скорректировалась с учетом операционной проблемы.

Пример 6 (Независимость аналитических исследований и предыдущие рекомендации)

Джилл Джорунд — биржевой аналитик, восходящая звезда своей компании. Ее босс постоянно давал рекомендацию “покупать” по компании International Airlines и теперь просит Джорунд взять на себя аналитическое покрытие этой авиакомпании. Он говорит, что рекомендацию “покупать” нельзя менять ни при каких обстоятельствах.

Комментарий: Джорунд обязана быть независимой и объективной в своем анализе International Airlines. Если она считает, что инструкция босса компрометирует ее, у нее есть два варианта: она может сказать боссу, что не может анализировать компанию при подобных ограничениях, или она может взять на себя аналитическое покрытие компании, прийти к своим собственным заключениям и, если они будут противоречить мнению ее руководителя, довести свои заключения до него или других руководящих работников с тем, чтобы они могли дать надлежащие рекомендации. Джорунд обязана давать только такие рекомендации, которые отражают ее независимое и объективное мнение.

Пример 7 (Подарки и развлечения от связанного лица)

Эдвард Грант направляет большой объем своего комиссионного бизнеса нью-йоркской брокерской конторе. В благодарность за это брокерская контора дарит Гранту два билета на финал чемпионата мира по футболу в ЮАР, две ночи на близлежащем курорте, несколько обедов и ужинов и доставку в лимузине к месту проведения матчей. Грант не сообщил своему руководителю об этом пакетном подарке.

Комментарий: Грант нарушил Стандарт I(B), поскольку принятие этих дорогостоящих подарков может повредить его независимости и объективности. Каждому члену и кандидату следует стремиться избегать ситуаций, которые могут, реально или в восприятии других, привести к потере независимости или объективности в рекомендациях или действиях по инвестированию. Приняв поездку в подарок, Грант сделал возможными обвинения в том, что он может в ответ оказывать предпочтение брокерской конторе.

Пример 8 (Подарки и развлечения от клиента)

Тереза Грин управляет портфелем Яна Ноулдена, клиента компании Tisbury Investments. Грин обеспечивает Ноулдену ежегодную доходность, которая постоянно превышает согласованный ими ранее уровень. В качестве вознаграждения Ноулден предлагает Грин два билета на Уимблдонский турнир и лондонскую квартиру на недельный срок. Грин сообщает об этом подарке своему руководителю в Tisbury.

Комментарий: Грин выполнила требование Стандарта I(B), поскольку она сообщила о подарке от одного из клиентов в соответствии с политикой своей компании. Члены и кандидаты могут принимать бонусы или подарки от клиентов при условии, что они сообщают о них своему работодателю, поскольку считается, что подарки в отношениях с клиентом с меньшей вероятностью могут повлиять на объективность и независимость члена или кандидата, нежели подарки в иных ситуациях. Тем не менее требуется сообщать о них с тем, чтобы руководители могли следить за тем, чтобы в таких ситуациях сотрудники не оказывали предпочтение клиенту, дарящему подарки, в ущерб другим клиентам,

уплачивающим комиссионные вознаграждения (например, размещая большую долю акций IPO в портфеле клиента, подарившего подарок).

Наилучшая деловая практика мониторинга таких ситуаций включает в себя сравнение транзакционных издержек на ведение счета Ноулдена с издержками на ведение Терезой Грин счетов других клиентов и на ведение счетов иных клиентов компании Tisbury. Руководитель также может сравнить результаты по доходности с доходностью у других клиентов с такой же инвестиционной декларацией. Такое сравнение поможет определить, ущемляет ли Грин интересы других клиентов, а также возможность влияния такого предпочтения на ее будущее поведение.

Пример 9 (Оплата расходов за проезд и проживание сторонней УК)

Том Уэйн — инвестиционный менеджер Пенсионной программы городских служащих города Франклина. Недавно он успешно завершил поиски компании для управления иностранными акциями внутри диверсифицированного портфеля Пенсионной программы. Он действовал в соответствии со стандартной процедурой Программы, просмотрел презентации нескольких квалифицированных компаний и рекомендовал своему Совету директоров выбрать компанию Penguin Advisors ввиду ее опыта, четко сформулированной инвестиционной стратегии и прошлых результатов работы. Согласно проверенному заявлению компании, она работает в соответствии с Глобальными стандартами инвестирования (Global Investment Performance Standards — GIPS). После выбора Penguin Advisors в Пенсионную программу позвонил репортер газеты Franklin City Records и спросил, есть ли связь между выбором компании и тем, что она была одним из спонсоров “ознакомительной поездки инвесторов в Азию”, в которой Том Уэйн побывал в том же году. Эта поездка была одной из нескольких поездок, организованных Академией пенсионных инвестиций (the Pension Investment Academy). Академия организовала серию встреч с государственными и корпоративными руководителями по маршруту поездки в крупнейших городах нескольких азиатских стран. Академия получает деньги на оплату этих поездок от нескольких управляющих компаний, включая Penguin Advisors; из этих средств Академия оплачивает расходы на проезд различных управляющих пенсионными программами, участвующих в поездке, и оплачивает все расходы на питание и проживание. Президент Penguin Advisors также участвовал в поездке.

Комментарий: Хотя Уэйн, возможно, сможет использовать знания, почерпнутые им во время поездки, для выбора портфельных управляющих и в других аспектах управления Пенсионной программой, его рекомендация выбрать Penguin Advisors может быть скомпрометирована возможным конфликтом интересов в связи с его участием в поездке, частично оплаченной компанией Penguin Advisors, и его ежедневным общением там с президентом Penguin Advisors. Чтобы избежать нарушения Стандарта I(B), основные расходы Уэйна на проезд и проживание должны были оплатить его работодатель или Пенсионная программа; его общение с президентом Penguin Advisors следовало ограничить информационными или образовательными мероприятиями; кроме того, следовало опубликовать информацию о самой поездке, ее организаторе и спонсоре. Даже если Уэйн своими действиями не нарушил Стандарт I(B), ему следовало более внимательно отнестись к общественному восприятию поездки в связи с публикацией о ней в местной газете, и к тому влиянию, которое могло оказать на субъективную сторону его решения близкое знакомство, которому способствовало ежедневное общение. Конкуренты Penguin Advisors вряд ли могли воспользоваться этим преимуществом.

Пример 10 (Независимость аналитических исследователей и условия оплаты)

Хавьер Эрреро недавно покинул крупную компанию, занимающуюся инвестиционным консультированием, где работал исследователем-аналитиком. Во время поиска новой работы он был нанят компанией по отношению с инвесторами для написания аналитического отчета по одному из ее клиентов, небольшой компании, производящей ПО для образования. Компания по отношению с инвесторами надеется вызвать у инвесторов интерес к этой технологической компании и выплатит Эрреро фиксированный гонорар плюс бонус — в случае, если в результате появления отчета Эрреро акции приобретут новые инвесторы.

Комментарий: Если Эрреро согласится с условиями оплаты, он нарушит Стандарт I(B), поскольку можно обоснованно ожидать, что условия оплаты скомпрометируют его независимость и объективность. Эрреро получит бонус за привлечение инвесторов, что служит для него стимулом для написания положительного отчета, независимо от фактов, и игнорирования или снижения значимости любой отрицательной информации о компании. Эрреро следует согласиться на получение лишь фиксированного гонорара, не увязанного с выводами или рекомендациями отчета. Объективные и беспристрастные исследования, оплаченные эмитентом, можно проводить при надлежащих условиях, если аналитик предпримет шаги по сохранению своей объективности и включит в отчет надлежаще раскрытую информацию о потенциальных конфликтах интересов.

Пример 11 (Объективность рекомендации и комиссионное вознаграждение за обслуживание)

Два года назад к Бобу Уэйд, трастовому управляющему Central Midas Bank, обратилась компания Western Funds с предложением о продвижении ее семейства фондов, с особой заинтересованностью в классе фондов с вознаграждением за обслуживание. Чтобы убедить банк в продвижении этого класса фондов, Western Funds предложила ему сервисное вознаграждение размером 0,25%. Не сообщая о вознаграждении, предложенном банку, Уэйд попросил одну УК проанализировать Western Funds, чтобы определить, подходят ли они клиентам Central Midas Bank.

УК провела обычную комплексную проверку компании и определила, что новые фонды справедливо оценены на рынке, а структура их вознаграждений — на уровне конкурентов. Уэйд решил принять предложение Western Funds и поручил команде портфельных управляющих продвигать исключительно эти фонды и класс фондов с сервисным вознаграждением среди клиентов, желающих инвестировать в новые фонды или перевести свои средства из текущих инвестиций.

Теперь, спустя два года, фонды под управлением Western Funds начали показывать более низкие результаты по сравнению со схожими фондами. Уэйд рассчитывает, что объем вознаграждений достигнет целевой прибыльности, и продолжает сбывать эти фонды в качестве инвестиций, приемлемых для клиентов банка.

Комментарий: Уэйд нарушает Стандарт I(B), поскольку условия выплаты вознаграждения повлияли на объективность его рекомендаций. Уэйд рассматривает это вознаграждение в качестве компонента прибыльности своего управления и не хочет предлагать другие продукты, которые могут повлиять на объем получаемых вознаграждений.

См. также Стандарт VI(A) — Раскрытие информации о конфликтах интересов.

Пример 12 (Объективность рекомендаций)

Боб Томсон занимается аналитическими исследованиями для портфельного управляющего в департаменте ценных бумаг с фиксированным доходом. В обязанности Томсона входит проведение анализа чувствительности субстандартных ипотечных облигаций с обеспечением. Он обсуждал с портфельным управляющим использование различных сценариев для расчета ожидаемой доходности. Главное исходное допущение в таких расчетах — повышение цены жилья, так как оно является драйвером досрочной оплаты ипотеки и убытков. Томсона беспокоит существенное увеличение стоимости жилья в последние пять лет в результате повышения доступности средств от субстандартной ипотеки. Томсон настаивает на том, что анализ должен включать в себя прогон сценария с -10% для первого года, -5% для второго года, а затем (прогнозируя наихудший сценарий) — 0% с третьего по пятый год. Управляющий отвечает, что эти исходные допущения слишком пессимистичны, поскольку в их базе данных нет периода, когда повышение стоимости жилья было негативным.

Томсон проводит исследование, чтобы лучше понять риски, присущие этим ценным бумагам, и проводит их оценку при маловероятном, но возможном наихудшем сценарии. На основе результатов этих сценариев Томсон не рекомендует покупать обеспеченные субстандартные ипотечные облигации. Вопреки общим рыночным тенденциям управляющий следует рекомендации Томсона не инвестировать. На следующий год происходит обвал рынка жилья. Избежав инвестиций в высокорискованные ипотечные бумаги, портфель управляющего в тот год превзошел результаты аналогичных портфелей.

Комментарий: Действия Томсона — прогон наихудшего сценария вопреки протестам портфельного управляющего — соответствуют принципам Стандарта I(B). Томсон не позволил, чтобы на его анализ повлияли общие рыночные тенденции или желание управляющего ограничить анализ историческими параметрами.

См. также Стандарт V(A) — Добросовестность и обоснованность.

Пример 13 (Влияние на решения по выбору управляющего)

Адриан Мэндел, CFA — старший портфельный управляющий в компании ZZY Capital Management, руководящий командой инвестиционных профессионалов, которые управляют профсоюзными пенсионными фондами. Несколько лет назад компания ZZY постаралась выиграть конкурс по выбору компании для управления значительным размещением пенсионного фонда профсоюза United Doughnut and Pretzels Bakers (UDPBU). Комиссию по инвестициям UDPBU возглавлял давний лидер профсоюза Эрнесто Гомес, от которого в первую очередь и зависит решение. Чтобы повысить шансы ZZY на выигрыш конкурса, Мэндел сделал существенный взнос в фонд кампании по переизбранию Гомеса. Даже после того, как компания ZZY была нанята главным управляющим инвестициями пенсионного фонда, Мэндел считал, что позиции его компании недостаточно прочны. Мэндел продолжил делать взносы в кампанию по переизбранию Гомеса, а также регулярно и щедро угощать профсоюзного лидера и его семью в лучших

ресторанах. Все траты Мэндела учитывались как маркетинговые расходы, возмещаемые по статьям расходов на ведение бизнеса компании ZZYU, и высшему руководству компании было сообщено о них, как о расходах, послуживших поддержанию крепких и тесных отношений с важным клиентом.

Комментарий: Мэндел не только предлагал, но на самом деле дарил денежные подарки, льготы и иные вознаграждения, которые, как можно было обоснованно ожидать, могли повредить объективности Гомеса. Поэтому Мэндел нарушил Стандарт I(B).

Пример 14 (Влияние на решения по выбору управляющего)

Адриан Мэндел, СФА узнал о конкурсе по выбору УК для пенсионного фонда UDPBU от знакомого брокера/дилера. Этот знакомый сообщил Мэнделу, что известный в прошлом профессиональный игрок в гольф Бобби Финлэй, по кличке Медведь, который некоторое время назад получил лицензию брокера/дилера и теперь работает консультантом по инвестированию пенсионных средств, организует поиск УК для фонда UDPBU. Финлэй уже стал звездой инвестиционных комиссий нескольких профсоюзных пенсионных фондов, развлекая членов этих комиссий в клубах по всему миру и рассказывая им красочные истории о похождениях других ветеранов гольфа. Мэндел решил повысить шансы компании ZZYU на приглашение участвовать в конкурсе, подружившись с Финлэем и добившись его расположения. Зная о любви Финлэя к развлечениям, Мэндел угощал Финлэя едой и напитками в известных ресторанах, где Финлэй мог тешить свое тщеславие, узнаваемый посетителями ресторанов — его бывшими болельщиками. Усилия Мэндела окупились с лихвой, когда Финлэй рекомендовал инвестиционной комиссии UDPBU включить компанию ZZYU в тройку УК — финалистов организованного им конкурса.

Комментарий: Как и в Примере 13, Мэндел щедро дарил подарки, льготы и иные вознаграждения в виде дорогих развлечений, которые, как обоснованно можно было ожидать, могли повлиять на решение консультанта рекомендовать нанять компанию Мэндела. Поэтому Мэндел нарушил Стандарт I(B).

Пример 15 (Отношения с управляющим фондом)

Эйми Скотт — аналитик, исследующая результативность и отвечающая в своей компании за анализ эффективности работы сторонних управляющих компаний. При написании своего квартального аналитического отчета Скотт заметила изменение в составном индексе в отчете одной из УК. Это изменение помогло скрыть плохие результаты по очень крупному счету, который был помещен в новый остаточный составной индекс. Это изменение позволило УК остаться в верхней строчке по эффективности. Скотт знает, что у ее компании крупное размещение на эту УК, а ее руководитель — близкий друг генерального директора ее компании. Ей надо представлять отчет, но ее беспокоят последствия указания на изменение в составном индексе.

Комментарий: Если Скотт в окончательном тексте своего отчета не сообщит об изменении, она нарушит Стандарт I(B). На анализ результатов работы управляющих компаний не должны влиять личные взаимоотношения или объем размещения. Не включив указание на изменение в отчет, Скотт не предоставит своей компании независимый анализ эффективности.

Пример 16 (Внутрифирменное давление)

Джилл Стайн руководит в своей компании измерением эффективности. В течение последнего квартала многие сотрудники исследовательского отдела компании были уволены в связи с низким качеством их рекомендаций. Низкое качество аналитики привело к тому, что по одному из наиболее крупных счетов результаты оказались существенно ниже рыночных, и в результате по окончании квартала клиент вывел свои средства. Руководитель управления по продажам просит Стайн удалить этот счет из составного индекса компании, поскольку ухудшение результатов можно отнести за счет ушедшей группы аналитиков, а не консультанта ушедшего клиента.

Комментарий: Давление со стороны внутренних подразделений может создавать ситуации, приводящие к нарушению Кодекса и Стандартов членом или кандидатом. Стайн должна сохранять свою независимость и объективность и должна отказаться исключить конкретные счета из сводных индексов эффективности, к которым относятся эти счета. Если клиент инвестировал в соответствии со стратегией, схожей со стратегией, относящейся к определенному составному индексу, его счет нельзя исключать из-за некачественного выбора акций, который привел к результатам ниже уровня по рынку и выводу активов из компании.

Стандарт I(C). Введение в заблуждение

Членам и кандидатам запрещается преднамеренно исказить факты, касающиеся инвестиционного анализа, рекомендаций, решений или иных составляющих их профессиональной деятельности.

Руководство по применению

Основные темы:

- *Воздействие на практику инвестирования*
- *Отчеты о результатах работы*
- *Социальные сети*
- *Пропуски*
- *Плагиат*
- *Работа, выполненная для работодателя*

Доверие — фундамент инвестиционной профессии. Инвесторы должны иметь возможность полагаться на заявления и информацию, предоставляемые им теми, кому инвесторы вверили свое финансовое благополучие. Специалисты по инвестированию, делающие ложные или вводящие в заблуждение заявления, не только наносят ущерб инвесторам, но также снижают уровень доверия инвесторов к профессии инвестиционного специалиста и подрывают нормы добропорядочности на рынках капитала в целом.

Введение в заблуждение — это любое недостоверное заявление или пропуск факта или любое заявление, являющееся по иным основаниям ложным или вводящим в заблуждение. Член или кандидат не имеет права заведомо пропускать или ложно представлять сведения или создавать ложное впечатление о какой-либо компании, организации или ценной бумаге в своих устных представлениях, в рекламе (в прессе или с помощью брошюр), электронных сообщениях или письменных материалах (распространяемых публично или непублично). В данном контексте “заведомо” означает, что член или кандидат либо знает, либо должен был знать, что имело место введение в заблуждение или что пропущенные сведения могли изменить процесс принятия решений по инвестированию.

Письменные материалы включают в себя исследовательские отчеты, документы по андеррайтингу, финансовые отчеты компаний, письма участникам рынка, газетные колонки и книги, но не ограничиваются ими. Электронные сообщения включают в себя интернет-сообщения, веб-страницы, мобильные приложения и электронные письма, но не ограничиваются ими. Членам и кандидатам, имеющим свои веб-страницы, следует регулярно отслеживать материалы, размещаемые на этих сайтах, обеспечивая обновление содержащихся на них сведений. Членам и кандидатам также следует обеспечивать принятие всех разумных мер предосторожности для защиты безопасности сайтов, а также следить за тем, чтобы эти сайты не содержали вводящие в заблуждение сведения и обеспечивали полное раскрытие информации.

Стандарт I(C) запрещает членам и кандидатам гарантировать клиентам определенную доходность на волатильные инвестиции. Большинство инвестиций содержит некий элемент риска, делающий их доходность, по сути, непредсказуемой. Для такого рода инвестиций гарантирование либо определенного уровня доходности, либо сохранения инвестированного капитала (например, “Я могу гарантировать, что вы заработаете на акциях в этом году 8%” или “Я могу гарантировать, что вы не потеряете денег на этой инвестиции”) является введением инвесторов в заблуждение. Стандарт I(C) не запрещает членам и кандидатам предоставлять клиентам сведения об инвестиционных продуктах, имеющих гарантии, встроенные в структуру самих продуктов, либо по которым компания согласилась покрывать любые убытки.

Воздействие на практику инвестирования

Члены и кандидаты не имеют права недостоверно представлять какой-либо аспект своей практики, включая свою квалификацию или подтверждающие ее документы, квалификацию или услуги, предоставляемые своей компанией, результаты своей работы и результаты работы своей компании, а также характеристики какой-либо инвестиции. Любое введение в заблуждение со стороны члена или кандидата относительно своей профессиональной деятельности является нарушением данного стандарта.

Членам и кандидатам следует проявлять осмотрительность и осторожность при включении информации от третьей стороны. Введение в заблуждение, связанное с использованием кредитных рейтингов, исследований, свидетельств или маркетинговых материалов от сторонних лиц, становится ответственностью специалиста по инвестированию, когда это влияет на деловую практику этого специалиста.

Привлечение сторонних компаний для инвестирования за рамками своих ключевых компетенций продолжает расширяться в качестве приемлемого подхода. Членам и кандидатам следует сообщать о намерении использовать сторонние УК и нельзя представлять инвестиционную практику этих УК как

свою собственную. Хотя степень участия сторонних УК может со временем меняться, во избежание введения в заблуждение важно, чтобы члены и кандидаты раскрывали соответствующую информацию, в особенности если основная практика состоит в прямом инвестировании исключительно силами сторонней УК. Коммуникации относительно инвестиционной практики компаний описываются более подробно в Стандарте V(B) — Предоставление информации существующим и потенциальным клиентам.

Отчеты о результатах работы

Еще одной областью, где возможно введение в заблуждение, является процесс выбора сравнительных показателей (benchmarks) результативности. Члены и кандидаты могут вводить в заблуждение относительно успешности результатов своей работы, используя показатели, которые не подходят для сравнения с их стратегией. Кроме того, клиентов могут ввести в заблуждение, если отчеты о сравнительных показателях строятся на иной основе, нежели отчеты о результатах фонда или клиента. Наилучшая деловая практика состоит в выборе из множества имеющихся вариантов наиболее подходящего показателя.

Прозрачное представление подходящих сравнительных показателей для оценки результатов является важным аспектом предоставления клиентам информации, полезной для принятия решений по инвестированию.

Вместе с тем Стандарт I(C) не требует для его соблюдения, чтобы обязательно был показатель для сравнения. Некоторые стратегии инвестирования могут не иметь подходящего сравнительного показателя в связи со сложностью или разнообразием инвестиций, включаемых в эти стратегии. Кроме того, в некоторых стратегиях могут использоваться базовые индексы, не отражающие набора возможностей инвестированных активов, например, хедж-фонд, сравнивающий свои результаты с компанией, оцениваемой на основе “наличные деньги плюс”. Когда используется такой показатель, членам и кандидатам следует предпринять соответствующие усилия по раскрытию причин использования данного базового индекса, чтобы избежать введения в заблуждение относительно результатов своей работы. Членам и кандидатам следует постоянно обсуждать с клиентами подходящие сравнительные показатели для оценки результатов работы и расчета соответствующих вознаграждений.

Искажение отчетности может также иметь место при оценке неликвидных или неторгуемых ценных бумаг, доступных более чем из одного источника. При наличии различных вариантов у членов и кандидатов может возникнуть соблазн поменять источник для получения более высоких оценок. Подбор наилучшей оценки может привести к искаженному представлению стоимости ценной бумаги, к принятию решения продать или держать объект инвестирования, а также к выплатам клиентами чрезмерных вознаграждений за консультационные услуги.

Членам и кандидатам следует предпринять необходимые шаги для предоставления клиентам точной, надежной и последовательной информации о стоимости ценных бумаг. Нельзя менять источники ценовой информации исключительно на том основании, что новый поставщик более высоко оценивает текущую стоимость ценной бумаги. Последовательность в использовании информации из отчетов улучшает восприятие процесса оценки неликвидных ценных бумаг. Клиенты будут более уверены в том, что они имели возможность принять обоснованное решение о включении этих ценных бумаг в свой портфель.

Социальные сети

Развитие онлайн-дискуссионных форумов и коммуникационных платформ, обычно называемых социальными сетями, возлагает на членов и кандидатов дополнительные обязанности. В общении по каналам социальных сетей членам и кандидатам следует сообщать только ту же самую информацию, которую им разрешено распространять среди существующих и перспективных клиентов посредством иных, традиционных форм коммуникаций. Интерактивный или онлайн-характер социальных сетей не устраняет необходимости быть открытым и честным по отношению к распространяемой информации.

Помимо понимания и выполнения существующих и вновь появляющихся норм и правил относительно разрешенного использования социальных сетей, членам и кандидатам следует обеспечивать соответствие своих коммуникаций в этом формате требованиям Кодекса и Стандартов. Представление об анонимности общения посредством этих платформ может создавать соблазн искаженно представлять квалификацию или умения — свои или работодателя. Заведомо искаженное представление в социальных сетях инвестиционных рекомендаций или профессиональной деятельности рассматривается как нарушение Стандарта I(C).

Пропуски

Пропуск факта или результата может вводить в заблуждение, особенно с учетом все более широкого использования моделей и процессов с применением технического анализа. Многие члены и кандидаты пользуются такими моделями и процессами для поиска новых возможностей инвестирования, разработки

инструментов инвестирования и подготовки инвестиционных рекомендаций и рейтингов. Когда осознанно опускают входные данные, результаты, получаемые на выходе, могут ввести в заблуждение тех, кто полагается на эту информацию в принятии решений по инвестированию. Кроме того, выходные данные моделей нельзя представлять как факты, поскольку они представляют собой ожидаемые результаты, основанные на входных данных и процессе анализа.

Пропуски при измерении результатов работы и в процессе атрибуции также могут искаженно представлять эффективность управляющего и его навыки. Членам и кандидатам следует предложить своим компаниям разработать строгие правила создания сводных индексов для предотвращения “снятия сливок” (cherry picking) — ситуаций, когда избранные счета представляются как отражающие возможности компании. Пропуск каких-либо счетов, соответствующих определенному сводному индексу, может ввести клиентов в заблуждение относительно успешности реализации управляющей компанией своей стратегии.

Плагиат

Стандарт I(C) также запрещает плагиат в подготовке материалов, предоставляемых работодателям, сотрудникам, клиентам, будущим клиентам или инвестиционному сообществу. Плагиат определяется как копирование или использование с минимальными изменениями материалов, подготовленных другими лицами, без ссылок на источник материала или упоминания автора и издателя такого материала. Члены и кандидаты не имеют права копировать (или выдавать за свои) оригинальные идеи или материалы, не имея на то разрешения, и должны указывать источник чужих идей или материалов.

Инвестиционные специалисты используют при принятии инвестиционных решений мириады финансовых, экономических и статистических данных. Через различные публикации и презентации специалист по инвестированию постоянно знакомится с работами других лиц, подвергаясь соблазну использовать эти работы без надлежащих ссылок на авторов. Введение в заблуждение посредством плагиата в управлении инвестициями может принимать различные формы. Самый простой и вопиющий пример — взять аналитический отчет или исследование, выполненное другой компанией или другим лицом, и выпустить материал под видом собственного оригинального анализа. Такое действие явно нарушает Стандарт I(C). Другие формы плагиата включают в себя: (1) использование отрывков из статей или отчетов, подготовленных другими лицами, либо дословно, либо с незначительными изменениями формулировок без ссылок на источник, (2) приведение цитат, принадлежащих неким “ведущим аналитикам” и “экспертам по инвестициям” без ссылок на конкретные имена, (3) представление прогнозных статистических оценок, подготовленных другими лицами, и указание на источники, но без включения ограничительных пояснений или оговорок, которые могли быть использованы авторами, (4) использование таблиц и графиков без указания источников и (5) копирование авторских электронных таблиц или компьютерных алгоритмов без разрешения авторов или попыток войти с ними в контакт.

В случаях распространения исследовательских отчетов, выполненных третьей стороной, члены и кандидаты могут использовать такие отчеты, если они не выдают себя за авторов этих отчетов. Конечно, член или кандидат может принести дополнительную пользу клиентам, изучая и переформатируя для них исследовательские отчеты. В таких случаях нужно довести до сведения клиентов, что они платят за способность члена или кандидата находить наилучшую аналитику среди большого разнообразия источников. Члены и кандидаты не имеют права искаженно представлять свои навыки, объем своих экспертных знаний либо объем своей работы, вводя, таким образом, в заблуждение своих существующих или будущих клиентов. Членам и кандидатам следует сообщать, когда исследовательский отчет, предоставляемый клиентам, исходит из другого источника — либо изнутри, либо извне компании члена или кандидата. Это позволяет клиентам понять, чьи экспертные знания лежат в основе отчета и выполняет ли работу данный аналитик, другие сотрудники компании или третья сторона.

Стандарт I(C) также применяется к плагиату в устной коммуникации — через групповые встречи, посещения деловых партнеров и клиентов, набирающее популярность использование аудио-, видео-материалов, а также телекоммуникации, включая электронную передачу данных и прямое копирование электронных материалов.

Одна из наиболее вопиющих практик, нарушающих данный стандарт, — подготовка исследовательских отчетов, основанных на многих источниках информации, без ссылок на источники. Из этих источников могут браться идеи, компилироваться статистические данные и прогнозы, которые в совокупности создают видимость оригинального материала. Хотя не существует монополии на идеи, члены и кандидаты должны отдавать дань тому автору, который это реально заслужил. Аналитикам не следует использовать прогнозы, информацию об ожидаемой доходности, о стоимости активов и т.д. без указания документального источника. Надо обязательно указывать источники, чтобы ответственность лежала на авторе отчета или компании — источнике информации.

Работа, выполненная для работодателя

Предыдущие параграфы касаются действий, нарушающих Стандарт I(C). Вместе с тем в некоторых ситуациях члены и кандидаты могут использовать исследования и модели, созданные другими лицами внутри той же компании, не нарушая этого стандарта. Самый распространенный пример касается ситуации, когда один (или более) из авторов-аналитиков больше не работает в компании. Аналитические исследования и модели, созданные во время работы в компании, являются ее собственностью. Компания сохраняет право продолжать использовать выполненную работу после ухода из нее члена или кандидата. Компания может в будущем выпускать отчеты без ссылок на предыдущие аналитические отчеты. Вместе с тем член или кандидат не может снова выпустить ранее опубликованный отчет исключительно под своим именем.

Рекомендуемые процедуры для соблюдения Стандарта I(C)**Представление фактов**

Члены и кандидаты смогут избежать непреднамеренного ложного представления их квалификации или услуг, оказываемых ими и их компаниями, если каждый член и кандидат понимает границы возможностей своей компании или свои собственные, а также необходимость давать точные и полные сведения в презентациях. Компании могут помочь сотрудникам, занимающимся письменными или устными презентациями для клиентов, снабдив их письменным перечнем услуг, оказываемых компанией, и описанием ее квалификаций.

В перечне следует предложить описание услуг компании, ее квалификаций и размеров компенсаций, которые должны быть и точными, и подходящими для презентации клиентам. Компании также могут способствовать предотвращению искажений в презентациях, определяя, кто из сотрудников уполномочен выступать от имени компании. Независимо от наличия рекомендаций для сотрудников членам и кандидатам следует обеспечивать понимание услуг компании и ее квалификаций.

Резюме с описанием квалификаций

В дополнение к вышеописанному для обеспечения точности представлений клиентам каждому члену и кандидату следует подготовить резюме с описанием его или ее собственных квалификаций и опыта работы, а также перечень услуг, которые член или кандидат способны оказать. Компании могут помочь членам и кандидатам в соблюдении стандарта, периодически анализируя переписку сотрудников и документы, содержащие представление квалификаций сотрудника или компании.

Проверять информацию из внешних источников

При представлении клиентам информации от третьей стороны члены и кандидаты также несут ответственность за точность маркетинговых и распространяемых материалов, относящихся к возможностям, услугам и продукции этой третьей стороны. Недостоверная информация от третьей стороны может нанести ущерб репутации члена или кандидата, репутации их компании и нормам добропорядочности на рынках капитала. Членам и кандидатам следует побуждать своих работодателей разрабатывать процедуры проверки информации, исходящей от сторонних компаний.

Ведение веб-страниц

Членам и кандидатам, имеющим свои веб-страницы, следует регулярно отслеживать материалы, размещаемые на этих сайтах, обеспечивая обновление содержащихся на них сведений. Членам и кандидатам также следует обеспечивать принятие всех разумных мер предосторожности для защиты безопасности сайтов, а также следить за тем, чтобы эти сайты не содержали вводящие в заблуждение сведения и обеспечивали полное раскрытие информации.

Политика в отношении плагиата

Для того чтобы избежать плагиата при написании исследовательских отчетов или аналитических заключений, членам и кандидатам следует предпринимать следующие шаги:

- *Сохранять копии:* Сохранять копии всех исследовательских отчетов, статей, содержащих исследовательские идеи, материалов, содержащих новые статистические методики, и иных материалов, которые были использованы в качестве основы для написания исследовательского отчета.
- *Давать ссылки при цитировании:* Давать ссылки на источники при использовании прямых заимствований, включая прогнозы, таблицы, статистику, идеи относительно моделей или продуктов, а также новые методики, созданные лицами, отличными от признанных поставщиков услуг в области финансовой и статистической информации или иных аналогичных источников.

- *Указывать источники сжатой информации:* При создании краткого пересказа или резюме материалов, подготовленных другими лицами, следует указать источник. Например, для обоснования своего анализа конкурентоспособности компании Brown Company автор аналитического отчета по этой компании может дать сжатое изложение отчета другого аналитика по основному конкуренту Brown Company. Но автор отчета по Brown Company должен указать в своем отчете факт использования отчета другого аналитика.

Применение Стандарта I(C)

Пример 1 (Раскрытие информации об оплате исследования эмитентом)

Энтони МакГуайер — аналитик, оплачиваемый эмитентами. Его наняли публичные компании для продвижения их акций с помощью электронных информационных средств. МакГуайер создает веб-сайт для продвижения своей аналитической работы как якобы независимый аналитик. МакГуайер размещает на веб-сайте профиль каждой компании и настоятельную рекомендацию “покупать”, указывая, что, как ожидается, акции будут расти в цене. Он не раскрывает наличие договорных отношений с компаниями, по которым он дает аналитику, ни на своем веб-сайте, ни в публикуемых им исследовательских отчетах, ни в заявлениях, которые он делает об этих компаниях в интернет-чатах.

Комментарий: МакГуайер нарушает Стандарт I(C), поскольку его веб-сайт вводит в заблуждение потенциальных инвесторов. Даже если его рекомендации обоснованы и имеют под собой тщательные исследования, пропуск информации относительно истинных отношений между ним и анализируемыми им компаниями является представлением недостоверной информации. МакГуайер также нарушил Стандарт VI(A) — Раскрытие информации о конфликтах интересов, не сообщив о существовании договоренности с компаниями, согласно которой он получает компенсацию в обмен на свои услуги.

Пример 2 (Исправление непреднамеренных ошибок)

Хиджэнь Яо отвечает за создание и распространение маркетинговых материалов своей компании, в которых утверждается, что компания соблюдает стандарты GIPS — Глобальные стандарты представления результатов инвестирования. Яо создает и распространяет презентацию с результатами сводного индекса компании по азиатским акциям, в которой говорится, что сводный индекс охватывает портфель активов на сумму 350 млрд китайских юаней. На самом деле активов в сводном индексе лишь на 35 млрд юаней, и более крупное число в презентации — результат опечатки. Тем не менее ошибочные материалы распространяются среди ряда клиентов прежде, чем Яо обнаруживает ошибку.

Комментарий: Как только ошибка обнаружена, Яо обязан предпринять шаги по прекращению распространения неточной презентации, исправить ошибку, сообщив о ней тем, кто получил ошибочную информацию. Тем не менее, поскольку Яо не совершил преднамеренного недостоверного представления, он не нарушил Стандарта I(C). Так как его компания заявляет о соблюдении стандартов GIPS, то в отношении этой ошибки она также должна следовать содержащейся в GIPS Рекомендации по исправлению ошибок.

Пример 3 (Неисправление известных ошибок)

Саед Мохаммед — президент управляющей инвестиционной компании. В рекламных материалах компании, созданных маркетинговым управлением, ошибочно утверждается, что у Мохаммеда, помимо сертификата CFA, имеется степень в области финансов престижной бизнес-школы. Хотя Мохаммед непродолжительное время учился в этой бизнес-школе, он не получил степени. В течение ряда лет Мохаммед и другие сотрудники компании распространяют эти материалы среди многочисленных консультантов и перспективных клиентов.

Комментарий: Даже если Мохаммед и не отвечает непосредственно за недостоверные данные о наличии квалификации в рекламных материалах компании, он использовал эти материалы много раз в течение продолжительного времени и должен был знать о недостоверном представлении его квалификации. Таким образом, Мохаммед нарушил Стандарт I(C).

Пример 4 (Плагиат)

Синди Грант, аналитик-исследователь канадской брокерской фирмы, в течение десяти лет специализируется на канадской горнорудной промышленности. Недавно она прочла обширный исследовательский отчет о компании Jefferson Mining Ltd., написанный другим аналитиком Джереми Бартоном. Бартон представил обширную статистику по минеральным запасам, производственной мощности, уровням продаж и маркетинговым факторам, влияющим на операционную деятельность Jefferson Mining. Он также отметил, что согласно неопубликованным первоначальным результатам бурения на новом рудном теле, возможно,

были обнаружены рудосодержащие участки, которые могут продлить срок службы основных рудников компании, однако Бартон не привел никаких конкретных данных, касающихся первоначальных результатов бурения. Грант позвонила должностному лицу компании Jefferson, которое сообщило ей первоначальные результаты бурения по телефону. Согласно этим данным, ожидаемый срок службы основных рудников может утроиться. Грант добавила эти данные в отчет Бартона и распространила его внутри своей фирмы как свой собственный.

Комментарий: Грант совершила плагиат в отношении отчета Бартона, воспроизведя большие фрагменты его отчета в своем отчете без всяких ссылок на него.

Пример 5 (Искаженное представление информации)

Когда Рикки Маркс продает своим клиентам из государственного пенсионного фонда ипотечные производные бумаги, называемые “процентными стрипами”, она говорит о них, как о “гарантированных американским государством”. Покупатели стрипов имеют право лишь на доходы от процентов, получаемых от ипотечных облигаций, а не на доходы от основной номинальной суммы. Инвестиционная политика одного конкретного муниципалитета и местные законы требуют, чтобы ценные бумаги, приобретаемые местными государственными пенсионными фондами, имели государственные гарантии. Хотя лежащие в основе закладные имеют гарантии, ни инвестиции в производные бумаги, ни процентный поток по процентным стрипам не гарантированы. При снижении процентных ставок, вызывающем досрочную выплату ипотечных облигаций, снижаются выплаты процентных сумм лицам, инвестировавшим в стрипы, и эти инвесторы теряют часть инвестированных сумм.

Комментарий: Маркс нарушила Стандарт I(C), искаженно представив условия и характер инвестиции.

Пример 6 (Потенциальное искажение информации)

Халук Абдраббо управляет инвестициями нескольких состоятельных лиц в США, приближающихся к пенсионному возрасту. Абдраббо советует этим лицам переложить часть их инвестиций из акций в банковские депозитные сертификаты и счета денежного рынка с тем, чтобы определенная часть основной инвестированной суммы была “гарантирована”. Проценты не гарантированы.

Комментарий: Хотя существует риск того, что организация, предлагающая депозитные сертификаты и счета денежных рынков, может обанкротиться, в США эти счета застрахованы государством через Федеральную депозитную страховую корпорацию. Поэтому использование в этом контексте термина “гарантирована” не является неправомерным, если сумма не превышает страхуемый государством лимит. Абдраббо следует объяснить все эти факты клиентам.

Пример 7 (Плагиат)

Стив Суонсон — старший аналитик инвестиционно-аналитического отдела компании Ballard and Company. Компания Apex Corporation обратилась к Ballard с просьбой помочь ей в приобретении контрольного пакета акций компании Campbell Company, финансовой консультационной фирмы, а также подготовить отчет, рекомендуемый акционерам Campbell согласиться на это поглощение. Другая инвестиционная фирма Davis and Company уже подготовила отчет для Apex Corporation с анализом Apex, и Campbell и рекомендацией коэффициента обмена. Apex передала отчет компании Davis должностным лицам компании Ballard, которые передали его Суонсону. Тот анализирует отчет от Davis и иные имеющиеся материалы по компаниям Apex и Campbell. На основе своего анализа Суонсон заключает, что обычные акции обеих компаний имеют хорошую стоимость при их нынешних ценовых уровнях; он тем не менее считает, что в отчете компании Davis рассмотрены не все факторы, которые потребуются акционерам Campbell для принятия решения. Суонсон докладывает свои выводы ведущему этот проект партнеру фирмы, который говорит ему “использовать отчет компании Davis, поменять несколько слов, подписать отчет и представить его”.

Комментарий: Если Суонсон поступит так, как ему было велено, он нарушит Стандарт I(C). Он мог бы сослаться на те части отчета компании Davis, с которыми он согласен, если он укажет эту компанию в качестве источника; он мог бы, затем, добавить свой собственный анализ и выводы к отчету, подписать его и разослать.

Пример 8 (Плагиат)

Клод Браунинг, количественный аналитик компании Double Alpha, Inc., возвращается с семинара полный восторга. На этом семинаре Джек Джорели, хорошо известный количественный аналитик из крупной брокерской конторы, очень подробно обсудил одну из своих новых моделей, и Браунинга очень заинтересовали его новые концепции.

Браунинг тестирует новую модель, производит некоторые незначительные правки при сохранении концепции и в результате получает очень положительные результаты. Браун тотчас объявляет своим руководителям в Double Alpha, что он создал новую модель, и что существующим и будущим клиентам следует сообщить об этом успешном результате как свидетельстве непрестанной инновационной деятельности компании и ее способности создавать добавленную стоимость.

Комментарий: Хотя Браунинг самостоятельно протестировал модель Джорели и даже слегка ее видоизменил, он вместе тем обязан указать первоначальный источник этой идеи. Браунинг, конечно, может поставить себе в заслугу конечный результат, и он также может привести свое тестирование модели в поддержку своих выводов. Но заслуга разработки инновационной модели тем не менее принадлежит Джорели.

Пример 9 (Плагиат)

Фернандо Зубиа хотел бы включить в маркетинговые материалы своей компании описание простым языком некоторых понятий, таких как коэффициент цена—прибыль (P/E), а также причин, почему средне-квадратичное отклонение используется в качестве показателя уровня риска. Описания взяты им из других источников, однако Зубиа хочет использовать их, не ссылаясь на авторов. Будет ли использование этих материалов нарушением Стандарта I(C)?

Комментарий: Дословное копирование без указания источника, включая описание простым языком коэффициента цена—прибыль и среднеквадратичного отклонения, нарушает Стандарт I(C). Несмотря на то, что эти понятия носят общий характер, наилучшей деловой практикой было бы, если бы Зубиа описал эти понятия своими собственными словами или указал источники, откуда были процитированы их описания. Члены и кандидаты нарушают Стандарт I(C), если они либо создают маркетинговые материалы без указания источника, либо заведомо совершают плагиат.

Пример 10 (Плагиат)

Эрика Шнайдер узнает из одного крупного СМИ об исследовании, которое она хотела бы привести в своем анализе. Следует ли ей при использовании этой информации указать СМИ как в качестве информационного посредника, так и самого автора исследования?

Комментарий: Во всех случаях член или кандидат обязан указывать действительный источник информации. Наилучшей деловой практикой было бы, если бы Шнайдер получила эту информацию непосредственно от самого автора, дала бы ее анализ, а потом привела бы ее в своем отчете. В этом случае ее бы не пришлось сообщать о том, как она узнала об этой информации. Например, предположим, что Шнайдер прочла в “Файнэншл Таймс” об исследовании, выпущенном Институтом CFA. Наилучшей деловой практикой было бы, если бы Шнайдер получила экземпляр исследования от Института CFA, проанализировала бы его и затем процитировала в своем отчете. Если она не использует интерпретацию исследования со стороны газеты и газета не вносит дополнительную ценность в исследование, тогда СМИ здесь выступает лишь в роли проводника первоначальной информации и его нет необходимости цитировать в качестве источника. Если Шнайдер не получит отчет от Института CFA и не проанализирует его, она рискует положиться на информацию из вторых рук, факты в которой могут быть искажены.

Если бы, например, “Файнэншл Таймс” ошибочно передала какую-либо информацию из первоначального отчета Института CFA, а Шнайдер воспроизвела бы ошибочную информацию, не ссылаясь на Институт CFA, это стало бы основанием жалобы против нее. Наилучшей деловой практикой было бы либо получение полного текста исследования от действительного автора и указание только этого автора, либо использование информации, данной информационным посредником, со ссылкой на оба источника.

Пример 11 (Искаженное представление информации)

Пол Островски руководит управляющей инвестиционной компанией, состоящей из двух человек. Она подписана на услуги крупной инвестиционно-аналитической компании, аналитические отчеты которой небольшие компании могут переформатировать для своих клиентов. Компания Островски распространяет их среди своих клиентов как свои собственные отчеты.

Комментарий: Островски может полагаться на достаточно обоснованные исследования третьей стороны, однако он не может выдавать себя за автора таких исследований. В последнем случае Островски искаженно представит степень своего участия в работе, введя в заблуждение настоящих или будущих клиентов своей компании.

Пример 12 (Искаженное представление информации)

Том Стаффорд работает в компании Appleton Investment Management, в группе, управляющей пулом активов банка Open Air Bank, который распространяет структурированные ценные бумаги среди офшорных клиентов. Ему становится известно, что банк рекламирует структурированные ценные бумаги как намного менее рискованные инвестиции, нежели это следует из политики управления инвестициями, которой он и его группа придерживаются в управлении изначальным пулом активов. Кроме того, банк получил независимый рейтинг этого пула активов, который существенно завышает уровень качества этих инвестиций. Стаффорд доводит свою обеспокоенность до своего руководителя, который отвечает, что банк Open Air является владельцем продукта и отвечает за его маркетинг и дистрибуцию. Руководитель Стаффорда добавляет, что продукт не подпадает под регуляторный режим США, соблюдаемый компанией Appleton, и что обо всех рисках, связанных с продуктом, сообщается внизу страницы 184 инвестиционного проспекта.

Комментарий: Как член группы, управляющей инвестированием, Стаффорд достаточно квалифицирован, чтобы оценить точность материалов, характеризующих инвестиционный портфель, и он обоснованно обеспокоен по поводу ответственности компании Appleton за искаженное представление информации о рисках. Таким образом, в соответствии с политикой и процедурами его компании ему следует и дальше поднимать вопрос об ошибочной рекламе портфеля.

Кодекс и Стандарты подчеркивают важность защиты репутации компаний и устойчивости и добропорядочности рынков капитала. Искаженное представление информации о качестве инвестиционного пула и связанных с ним рисках может привести к отрицательным последствиям для других лиц, отнюдь не ограничиваясь непосредственными инвесторами.

Пример 13 (Избежание искаженного представления информации)

Трина Смит работает в пенсионном фонде управляющим портфелем ценных бумаг с фиксированной доходностью. Она заметила, что в центре внимания тех, кто занимается продажами, по их словам, находится рынок высокоструктурированных ипотечных бумаг и что эти продукты представляют большие торговые возможности. В ходе обсуждения этой темы со своей группой Смит узнает, что расчет доходов по меняющимся денежным потокам в рамках структуры сделок требует очень специализированного программного обеспечения от внешних поставщиков. После дополнительного анализа ее группа обнаруживает, что каждая сделка уникальна и что у сделок может быть более десятка слоев, и могут меняться приоритеты в отношении денежных потоков. Смит приходит к выводу, что в связи со сложностью этих ценных бумаг ее группа фактически не в состоянии различать потенциально хорошие и плохие варианты инвестирования. Чтобы избежать искаженного представления своего понимания, группа решает, что высокоструктурированный ипотечный сегмент рынка обеспеченных ценных бумаг не должен входить в основу инвестиционного портфеля фонда и что вместо них в составе основы портфеля могут быть менее сложные ценные бумаги.

Комментарий: Не инвестируя в ценные бумаги, которые Смит и ее группа фактически не могут понять, она выполняет требования Стандарта I(C). Поскольку она не в состоянии описать профиль риска и доходности ценных бумаг выгодоприобретателям и попечителям фонда, она правомерно ограничивает долю этого сектора в общем инвестиционном портфеле фонда.

Пример 14 (Искаженное представление составного индекса)

Роберт Палмер руководит отделом оценки результативности в компании, управляющей инвестиционным фондом. Когда ему предложили предоставить численные результаты инвестирования рейтинговым агентствам, он не упоминает о том, что УК весьма вольно обходится с составлением композитного индекса. Не дается полного объяснения причин, по которым одни счета включаются в индекс, а другие исключаются из составного индекса. Данные о результатах инвестирования относительно составных индексов, сообщаемые рейтинговым агентствам, хотя и правильно отражают состояние счетов в каждый период, не обязательно верно представляют возможности компании, управляющей фондом.

Комментарий: “Снятие сливок” (“cherry picking”) при включении счетов в публикуемые отчеты или сведения, представляемые в рейтинговые агентства, противоречит Стандарту I(C). Включение счетов в составной индекс или исключение из него счетов с целью воздействия на общие результаты инвестирования существенно искажает изменение результатов с течением времени. Палмеру следует способствовать улучшению практики составления отчетов в своей компании в части, касающейся составных индексов, чтобы избежать представления недостоверной информации о результатах прошлой деятельности или качестве представляемых сведений.

Пример 15 (Представление устаревшей информации)

Дэвид Финч работает директором по продажам в коммерческом банке, где он руководит консультантами клиентов банка в области продаж взаимных фондов третьих сторон. Каждый квартал он проводит учебное занятие со всеми сотрудниками управления, на котором представляет информационные справки по инвестиционным фондам, которые банку разрешено предлагать своим клиентам. Эти информационные справки, которые могут быть далее распространены среди потенциальных клиентов, создаются компаниями фондов и содержат сведения о фондах, включая инвестиционную стратегию и целевые уровни дистрибуции.

Финч знает, что некоторые информационные справки устарели. Например, один фонд, инвестирующий только на долгий срок, в прошлом квартале одобрил использование значительного леввериджа (финансового рычага) в качестве инструмента увеличения доходности. Финч продолжает распространять среди сотрудников, занимающихся продажами, неактуализированные информационные справки, поскольку банк не контролирует маркетинговые материалы, выпускаемые компаниями взаимных фондов.

Комментарий: Финч нарушает Стандарт I(C), предоставляя сведения, искажающие некоторые аспекты деятельности фондов. Не сообщая актуализированные сведения сотрудникам в области продаж и в конечном итоге клиентам, он искажает информацию о потенциальных рисках, связанных с фондами, распространяя устаревшие информационные справки. Финч может поручить сотрудникам управления продаж разяснять клиентам погрешности информационных справок и обеспечивать наличие у клиентов самой последней версии инвестиционного проспекта — до принятия заказов на инвестирование в какой-либо фонд.

Пример 16 (Акцент на отдельных успехах)

Боб Андерсон — руководитель отдела комплаенса компании Optima Asset Management Company, которая предлагает клиентам восемь фондов. У семи из восьми фондов десятилетняя доходность ниже медианной в соответствующих секторах. Андерсон одобряет недавно подготовленные рекламные материалы, в которых, в частности, говорится: “Optima Asset Management Company добивается для своих инвесторов отличной доходности. Например, у фонда Optima Emerging Markets Equity десятилетняя доходность превышает медианную по сектору более чем на 10%”.

Комментарий: На основе имеющейся информации трудно определить, было ли нарушение, если верна информация о результатах выше рынка в отдельном секторе. Андерсон, возможно, пытается ввести в заблуждение потенциальных клиентов, приводя результаты работы единственного фонда, который показал такие результаты. Прошлые результаты часто используются для того, чтобы показать навыки и способности компании сравнительно с фондами из тех же секторов.

Вместе с тем, если все фонды компании превзошли соответствующие эталонные уровни (benchmarks), тогда утверждение Андерсона, что компания “добивается отличной доходности”, может быть основано на фактах. Фонды могут приносить положительную доходность своим инвесторам, превосходить эталонные компании и вместе с тем иметь доходность ниже медианной в своих секторах.

Членам и кандидатам для выполнения Стандарта I(C) надо следить за тем, чтобы их маркетинговые материалы не содержали недостоверные утверждения об их способностях. Если доходность единственного фонда не отражает результаты работы компании в целом, следует избегать использования данных по одному фонду для сравнения результативности.

Стандарт I(D). Неподобающее поведение

Членам и кандидатам запрещается допускать случаи мошенничества, обмана или преднамеренного введения в заблуждение в рамках профессиональной деятельности, а также совершать действия, которые могут пагубно отразиться на их профессиональной репутации, добропорядочности и компетенции.

Руководство по применению

В то время как Стандарт I(A) касается обязанности членов и кандидатов соблюдать применимое право, регулирующее их профессиональную деятельность, Стандарт I(D) касается любого поведения, которое пагубно отражается на профессиональной репутации, добропорядочности или компетенции членов и кандидатов. Любое действие, которое связано с ложью, введением в заблуждение, воровством или иным нечестным поведением, нарушает данный стандарт, если проступок отрицательно отражается на профессиональной деятельности члена или кандидата. Хотя Институт CFA неодобрительно относится к любому рода неэтичному поведению, Кодекс и Стандарты в первую очередь касаются поведения и действий, связанных с профессиональной жизнью члена или кандидата.

Поведение, которое наносит ущерб степени доверия или компетенции, может включать в себя поступки, которые, хотя и не являются незаконными, тем не менее отрицательно сказываются на способности члена или кандидата выполнять свои обязанности. Например, злоупотребление алкоголем в рабочее время может быть нарушением данного стандарта, поскольку оно может отрицательно повлиять на способность члена или кандидата выполнять свои профессиональные обязанности. Личное банкротство может не отразиться на добропорядочности или доверии к лицу, объявившему о банкротстве, однако, если обстоятельства банкротства включают в себя профессиональное поведение, связанное с мошенничеством или обманом, такое банкротство может быть нарушением данного стандарта.

В некоторых случаях нарушением Стандарта I(C) может быть отсутствие надлежащих действий или недостаточные усилия. Добропорядочность профессиональных специалистов в области инвестирования основана на доверии. От члена или кандидата — инвестиционного банкира, специалиста по рейтингам или аналитика-исследователя, или управляющего портфелем — до вынесения ими инвестиционной рекомендации ожидается проведение необходимой комплексной проверки (due diligence) для надлежащего понимания характера инвестиции и связанных с ней рисков. Если члены или кандидаты не предпримут этих шагов, а вместо этого будут полагаться на то, что кто-то другой совершит их, они могут подорвать доверие клиентов к себе. Эта потеря доверия может существенно повлиять на репутацию члена или кандидата и на функционирование финансового рынка в целом.

Люди могут попытаться злоупотребить Программой профессионального поведения Института CFA, активно добиваясь применения Институтом Кодекса и Стандартов, в частности Стандарта I(D), в качестве метода разрешения личных, политических и иных споров, не связанных с профессиональной этикой. Институт CFA осознает наличие этой проблемы, и для урегулирования подобных случаев ненадлежащего использования Кодекса и Стандартов и Программы профессионального поведения имеются соответствующие правила, процедуры и механизмы применения.

Процедуры, рекомендуемые для обеспечения соблюдения стандарта

Помимо того, чтобы следить за соответствием собственного поведения Стандарту I(C), в целях предотвращения неподобающего поведения в профессии в целом членам и кандидатам следует побуждать свои компании к принятию в поддержку принципов Стандарта I(D) следующих политик (policies) и процедур:

- *Этический кодекс*: Разработать и (или) принять этический кодекс, который обязан поддерживать каждый сотрудник, и ясно дать понять, что любое личное поведение, которое негативно отражается на данном сотруднике, организации в целом или инвестиционной отрасли, нетерпимо.
- *Перечень нарушений*: Распространить среди всех сотрудников перечень потенциальных нарушений и соответствующих дисциплинарных наказаний вплоть до увольнения из компании.
- *Рекомендательные письма*: Проверить рекомендательные письма потенциальных сотрудников, чтобы удостовериться в их добропорядочности и что они не являются непригодными для работы в инвестиционной отрасли в связи с нарушениями закона в прошлом.

Применение стандарта

Пример 1 (Профессионализм и компетенция)

Саймон Сассерман работает специалистом по трастовым инвестициям в банке в небольшом богатом городе. Каждый день он с удовольствием обедает с друзьями в загородном клубе, и его клиенты видели, как он там изрядно выпивал. Вернувшись после обеда на работу, он в состоянии опьянения принимает решения по инвестированию. Его коллеги стараются решать дела с ним утром, поскольку не доверяют его способности к рассудительности в послеобеденное время.

Комментарий: Чрезмерное употребление алкоголя за обедом со стороны Сассермана и последующее состояние опьянения во время работы являются нарушением Стандарта I(D), поскольку его поведение вызвало вопросы относительно его профессионализма и компетенции. Его поведение негативно отражается на нем самом, его работодателе и инвестиционной отрасли в целом.

Пример 2 (Мошенничество и обман)

Хауард Хофман, биржевой аналитик в крупной брокерской конторе ATZ Brothers, Inc., представляет бланки на возмещение медицинских расходов за два года в собственный фонд медицинского страхования компании ATZ по двум десяткам счетов, большинство из которых было подделано, чтобы увеличить выплачиваемую сумму. Проверка, проведенная директором компании по пособиям для сотрудников, раскрывает неподобающий поступок. ATZ впоследствии увольняет Хофмана и уведомляет о случившемся Институт CFA.

Комментарий: Хофман нарушил Стандарт I(D), поскольку совершил преднамеренное мошенничество и обман на рабочем месте, которые отрицательно отразились на его добропорядочности.

Пример 3 (Мошенничество и обман)

Джоди Бринк, аналитик, обеспечивающая аналитическое покрытие автомобильной отрасли, тратит большую часть свободного времени на местные благотворительные организации. Правление одной из них принимает решение приобрести ряд новых микроавтобусов для доставки горячих обедов малоимущим пожилым людям. Бринк предлагает в свое свободное время заняться договорами по закупке микроавтобусов. Чтобы оплатить давнишний долг своему другу, который управляет автодилерской компанией, и компенсировать свои хлопоты она соглашается на цену на микроавтобусы, на 20% превышающую обычную, и делит надбавку со своим другом. Директор благотворительной организации в конечном итоге раскрывает эту схему и сообщает Бринк, что в ее услугах, безвозмездных или иных, его организация больше не нуждается.

Комментарий: Бринк совершила акт обмана, мошенничества, а также представления ложной информации, нарушив Стандарт I(D).

Пример 4 (Личные действия и добропорядочность)

Кармен Гарсия управляет взаимным фондом, осуществляющим социально ответственные инвестиции. Она также экологический активист. В связи с ее участием в ненасильственных протестах Гарсия была много раз арестована за проникновение на территорию крупного нефтехимического завода, в результате была обвинена в нанесении ущерба окружающей среде.

Комментарий: В целом не предполагается, что Стандарт I(D) охватывает нарушения закона, связанные с актами гражданского неповиновения, основанными на личных убеждениях, поскольку такое поведение не отражается отрицательно на профессиональной репутации, добропорядочности или компетенции члена или кандидата.

Пример 5 (Неподобающее профессиональное поведение)

Мередит Расмуссен работает в УК в отделе торговых операций на стороне покупок, занимаясь главным образом торговыми операциями компании в интересах дочерней структуры хедж-фонда, управляет которыми группа сотрудников УК. Хедж-фонд работает очень успешно, и УК продвигает его по всему миру. Соприкасаясь во время работы в качестве трейдера со значительной частью деятельности фонда, Расмуссен много узнала о стратегии, тактике и результатах работы фонда. Когда на рынке происходит явное падение цен и многие ценные бумаги, используемые в стратегии фонда, заметно снижаются в цене, Расмуссен видит, что в отчетах результаты работы фонда не отражают этого снижения. По ее опыту, отсутствие снижения результатов крайне маловероятно. Она высказывает свою обеспокоенность руководителю отдела торговых операций и слышит в ответ, что ей не следует задавать каких-либо вопросов, что фонд большой и успешный и ей не стоит по его поводу беспокоиться. Она достаточно уверена в том, что

что-то не так, и обращается к директору по комплаенсу, который также говорит ей держаться в стороне от вопроса отчетности хедж-фонда.

Комментарий: Расмуссен, очевидно, обнаружила ошибку в политиках (policies), процедурах и практике комплаенса операций своей компании. В соответствии с принятой в компании процедурой информирования о потенциально неэтичном поведении ей следует продолжать заниматься этим вопросом, собирая доказательства обоснованности своих сомнений. Если все ее обращения внутри компании не устранят оснований для ее обеспокоенности, Расмуссен следует подумать об информировании соответствующего регулирующего органа о данной потенциально неэтичной деятельности.

См. также рекомендации относительно сообщений о нарушениях в Стандарте IV(A) и обязанностей руководителей в Стандарте IV(C).

Стандарт II. Добропорядочность на рынке капитала

Стандарт II(A). Существенная непубличная информация

Членам и кандидатам, располагающим существенной непубличной информацией, которая может повлиять на оценку стоимости инвестиций, запрещается действовать на ее основании как лично, так и через других лиц.

Руководство по применению

Основные темы:

- *Какая информация является “существенной”?*
- *Какая информация является “непубличной”?*
- *Теория мозаики*
- *Социальные сети*
- *Использование отраслевых экспертов*
- *Инвестиционные аналитические отчеты*

Торговля или побуждение других лиц к торговле на основе существенной непубличной информации подрывает доверие к рынкам капитала, институтам и профессиональным участникам рынка. Такие действия подтверждают теорию о том, что лица, обладающие инсайдерской информацией и привилегированным доступом к информации, могут несправедливо получать дополнительную прибыль за счет остальных участников рынка. Хотя торговые сделки на основе инсайдерской информации могут приносить краткосрочную прибыль, в долгосрочном плане отдельные лица и профессия в целом страдают от такой практики. Подобные действия побуждали и будут далее побуждать инвесторов искать альтернативы рынкам капитала, поскольку в восприятии людей на таких рынках могут зарабатывать только инсайдеры. Когда массовый инвестор не приходит к рынкам капитала, рынки и размещение капитала становятся менее эффективными, что меньше способствует динамичности и росту экономики. Стандарт II(A) способствует распространению и поддержанию высокого уровня доверия к целостности рынков, что является одной из основ инвестиционной профессии.

Запрет на использование данной информации распространяется не только в отношении прямой покупки или продажи отдельных акций или облигаций. Члены или кандидаты не должны использовать существенную непубличную информацию с целью формирования своих инвестиционных действий в отношении производных ценных бумаг (например, свопов или опционных контрактов), паевых инвестиционных фондов или других альтернативных инвестиций. Любые торговые действия, основанные на использовании существенной непубличной информации, являются нарушением Стандарта II(A). Увеличение количества финансовых продуктов и рост взаимозависимости глобальных финансовых рынков привели к возникновению новых возможностей для торговли на основе существенной непубличной информации.

Какая информация относится к “существенной”?

Информация является “существенной”, если ее раскрытие может оказать влияние на стоимость ценной бумаги либо рациональный инвестор хотел бы обладать такой информацией до принятия инвестиционного решения. Другими словами, информация является существенной, если она может значительно изменить информационную картину, доступную для какой-либо ценной бумаги в текущий момент, таким образом, что окажет влияние на стоимость данной ценной бумаги.

Специфика информации, степень ее отличия от публичной информации, ее содержание и достоверность являются ключевыми факторами в принятии решения о том, соответствует ли конкретное информационное сообщение определению существенности. Например, существенная информация может включать, не ограничиваясь, следующие данные:

- размер прибыли;
- информация о сделках слияния и поглощения, предложениях о поглощении, совместных предприятиях;
- изменения в структуре или качестве активов;
- информация об инновационных продуктах, процессах и открытиях в результате исследований (например, результаты испытаний новых продуктов или научно-исследовательские работы);
- новые лицензии, патенты, зарегистрированные торговые марки или регуляторные одобрения/отказы в отношении продукта;

- события в отношении заказчиков или поставщиков (например, заключение нового контракта или потеря заказчика);
- изменения в менеджменте компании;
- смена аудитора или факт того, что эмитент больше не может полагаться на аудиторское заключение или квалифицированное мнение;
- события в отношении ценных бумаг эмитента (например, дефолты по ценным бумагам с преимущественными правами требования, требования о выкупе или погашении, планы обратного выкупа, дробление акций, изменения в дивидендах, изменения в правах держателей ценных бумаг, публичное или закрытое размещение дополнительных ценных бумаг);
- банкротства;
- существенные судебные разбирательства;
- правительственные отчеты о состоянии экономики (занятость, объем нового строительства жилой недвижимости, информация о валютных рынках и т.д.);
- распоряжения на проведение сделок с большим объемом до момента их исполнения;
- новые или измененные рейтинги акций или долга, выпущенные независимой стороной (например, отчеты об анализе акций или кредитные рейтинги).

Кроме содержания и специфики информации, существенность информации определяется ее источником и его относительной достоверностью. Чем менее достоверен источник, тем менее вероятно, что предоставленная информация будет считаться существенной.

Например, фактическая информация, полученная от инсайдера в компании касательно значительного нового контракта, с большой долей вероятности будет признана существенной, в то время как допущение, основанное на предположениях конкурента, — вероятно, менее надежно и, таким образом, не является существенной информацией. В дополнение к этому, информация об испытаниях нового фармацевтического препарата, разработке нового продукта или услуги, полученная от компетентных сотрудников, вовлеченных в данные испытания или разработки, с большой долей вероятности является существенной, а обоснованные предположения отраслевых экспертов, не имеющих прямого отношения к испытаниям, существенностью не обладают.

Кроме того, чем менее очевидным будет влияние информации на стоимость, тем менее существенной данная информация признается. Если не ясно, каким образом и в какой степени информация окажет влияние на стоимость ценной бумаги, информация может считаться несущественной. С течением времени важная информация может становиться несущественной.

Какая информация считается “непубличной”?

Информация признается “непубличной” до тех пор, пока она не распространена или сделана доступной для всех участников рынка (а не группе избранных инвесторов). Термин “распространена” может быть определен как “стала известной”. Например, отчет о прибылях и убытках компании, опубликованный в Интернете или распространенный в пресс-релизе или в составе обязательной отчетности, может быть признан распространенным должным образом среди всех участников рынка. Члены и кандидаты должны иметь разумные причины считать, что люди получили информацию, прежде чем считать ее публичной. Однако нет необходимости дожидаться, когда информация будет распространена самым медленным способом доставки получателем. С момента, когда информация распространена среди участников рынка, она становится публичной информацией и не подпадает под требования данного стандарта.

Члены и кандидаты должны особенно внимательно относиться к информации, которая выборочно раскрывается компаниями для небольшой группы инвесторов, аналитиков или других участников рынка. Информация, ставшая доступной аналитикам, остается непубличной до тех пор, пока доступ к ней не получают все инвесторы в целом. Компании, раскрывающие информацию ограниченному кругу лиц, создают основания для потенциальных нарушений правил инсайдерской торговли.

Проблемы с выборочным раскрытием информации часто возникают, когда штатный сотрудник компании предоставляет существенную информацию аналитикам в ходе брифинга или телефонного звонка до того, как эта информация становится публичной. Аналитики должны осознавать, что раскрытие информации, сделанное внутри помещения, заполненного аналитиками, не делает такую информацию “публичной”. Аналитики также должны быть осторожны в отношении возможности того, что они выборочно получают существенную непубличную информацию, когда компания обеспечивает их прогнозом или своей интерпретацией такой публичной информации, как финансовая отчетность или отчетность регулирующим органам.

Член или кандидат может использовать инсайдерскую информацию, предоставленную источником в компании, для строго определенных целей проведения комплексной проверки компании в соответствии

с коммерческим соглашением между сторонами перед сделкой слияния, оценкой кредитоспособности, получением кредитного рейтинга и другими подобными заданиями. В данных случаях профессиональный участник инвестиционной деятельности, используя существенную информацию, не нарушает Стандарт II(A). Однако использование инсайдерской информации, полученной от источника в компании для иных целей, особенно для торговли или побуждения других к торговле ценными бумагами данной компании, нарушает данный Стандарт.

Теория мозаики

Финансовый аналитик собирает и анализирует большие объемы информации, получаемые из многих источников. Аналитик может самостоятельно делать значимые выводы, основанные на анализе публичной и несущественной непубличной информации, используемой им для обоснования инвестиционных рекомендаций и решений, даже если эти выводы могли бы быть признаны существенной инсайдерской информацией, в случае ее получения напрямую от компании. В соответствии с “теорией мозаики” финансовые аналитики свободны в своих действиях по сбору или соединению в мозаику информации, не рискуя нарушить требования Стандарта.

Практика финансового анализа зависит от свободы потока информации. Для справедливого и эффективного функционирования рынков капитала аналитики и инвесторы должны иметь максимально возможный объем информации с целью формирования обоснованных инвестиционных решений о том, как и где инвестировать капитал. Точная, своевременная и доступная по форме коммуникация является крайне важной для того, чтобы аналитики и инвесторы могли получать данные, необходимые для принятия информированных решений о том, как и где инвестировать капитал. Такое раскрытие не должно ограничиваться обязательной информацией, раскрытие которой требуется по закону о ценных бумагах, и должно включать специфическую бизнес-информацию, используемую для построения прогнозов о будущем росте компании, например, информацию о новых продуктах, инвестиционных проектах и конкурентном окружении. Аналитики ведут поиск такой информации и используют ее для сравнения альтернативных инвестиций.

Большая часть информации, используемой аналитиками, исходит напрямую от компаний. Аналитики часто получают такую информацию через свои контакты с инсайдерами внутри компаний, особенно с сотрудниками финансовых подразделений и подразделений по работе с инвесторами. Информация может распространяться в форме пресс-релизов, путем устной презентации топ-менеджмента в ходе встреч с аналитиками или телефонных конференций либо в ходе визита аналитиков в офис компании. В попытке составить наиболее точное и полное представление о компании аналитики также должны не только использовать свои контакты с компаниями, но и собирать информацию из других источников, таких как потребители, поставщики и конкуренты.

Аналитики заняты бизнесом по формулированию мнений и предположений, которые неочевидны для обычного инвестиционного сообщества, о привлекательности тех или иных ценных бумаг. В процессе своей работы они активно ищут корпоративную информацию, которая неизвестна для рынка в целом, с целью анализа данной информации, формирования мнения о ее существенности и донесения ее до своих клиентов, которые на основании рекомендаций могут осуществлять торговые операции. Действия аналитиков по поиску и анализу информации с последующим сообщением результатов своего анализа клиентам значительно повышают эффективность рынков, что служит на пользу всем инвесторам (см. дело Диркса против Комиссии по ценным бумагам США). Таким образом, нарушений Стандарта II(A) не происходит, когда проницательный аналитик делает выводы о каком-либо событии или действии компаний на основании собственного анализа публичной и несущественной непубличной информации.

Вместе с тем аналитикам следует заметить, что, хотя они вольны пользоваться мозаичной информацией для своих аналитических отчетов, им следует сохранять и документировать все свои аналитические исследования [см. Стандарт V(B) — Ведение и сохранение документации].

Доказательства обладания аналитиком публичной и несущественной непубличной информацией о корпорации усилят утверждение о том, что аналитик пришел к своим заключениям, пользуясь исключительно правомерными способами, а не существенной непубличной информацией.

Социальные сети

Постоянное развитие технологий позволяет членам, кандидатам и отрасли в целом обмениваться информацией с недоступной прежде скоростью. Специалистам по инвестированию важно понимать последствия использования информации из Интернета и социальных сетей, поскольку не вся эта информация может считаться публичной.

Некоторые социальные сети для получения доступа к публикуемому контенту требуют членства в определенных группах пользователей. Члены и кандидаты могут использовать социальные сети для общения с клиентами или инвесторами, не входя в противоречие с данным стандартом. Если информация доводится до всех клиентов или открыта для массового инвестора, использование этих платформ аналогично иным традиционным коммуникациям, таким как электронные письма или пресс-релизы.

Члены и кандидаты в соответствии со Стандартом I(A) также должны вести всю регуляторную отчетность относительно информации, распространяемой через социальные сети.

Использование отраслевых экспертов

Возросший спрос на экспертные выводы, помогающие понять сложности некоторых отраслей, привел к росту использования сторонних экспертов. По мере расширения их использования стали образовываться новые фирмы, соединяющие аналитиков и инвесторов с лицами, обладающими специализированными знаниями об их отрасли (например, в области технологий или фармацевтики). Такие сети предлагают инвесторам возможность выйти за пределы их обычного делового окружения и пообщаться с экспертами относительно экономических условий, отраслевых тенденций и технических вопросов, касающихся конкретных продуктов и услуг. Члены и кандидаты могут предоставлять компенсацию таким лицам за их экспертные мнения, не нарушая данного стандарта. Вместе с тем в конечном итоге члены и кандидаты отвечают за то, чтобы не допускать запроса у сторонних экспертов конфиденциальной информации или действий на ее основе, что нарушало бы регуляторные нормы относительно ценных бумаг и законы и обязанности в отношении других лиц. Как показала недавняя серия дел, связанных с инсайдерской торговлей, некоторые эксперты при соответствующих стимулах готовы предоставлять конфиденциальную и защищенную информацию.

Фирмы, сводящие экспертов с членами и кандидатами, часто требуют подписания обеими сторонами соглашений относительно раскрытия существенной непубличной информации. Даже при наличии такой практики обеспечения комплаенса, если эксперт предоставляет существенную непубличную информацию, членам и кандидатам запрещено совершать инвестиционные действия, связанные с соответствующей компанией, пока информация не станет общедоступной.

Инвестиционные аналитические отчеты

Когда очень известный или уважаемый аналитик выпускает отчет или меняет свои рекомендации, такая информация сама по себе может повлиять на рынок и, таким образом, может считаться существенной. Теоретически, в соответствии со Стандартом II(A), такой отчет должен был быть сделан общедоступным одновременно с его доведением до клиента. Вместе с тем этот аналитик не является инсайдером компании и не имеет доступа к инсайдерской информации. Скорее всего, аналитик подготовил отчет на основе общедоступной информации (теория мозаики), используя свой опыт и знания для интерпретации информации. Эти выводы — результат напряженного труда аналитика, оплаченного клиентом.

Тот факт, что массовый инвестор посчитал эти выводы существенной информацией, сам по себе не требует, чтобы аналитик сделал свой отчет общедоступным. Инвесторы, не являющиеся клиентами аналитика, могут либо сами проделать эту работу, либо стать клиентами аналитика, чтобы получить доступ к его или ее знаниям и опыту.

Процедуры, рекомендованные для соблюдения стандарта

Обеспечить публичное распространение

Если член или кандидат определит, что информация является существенной, члену или кандидату следует предпринять необходимые усилия по публичному распространению этой информации. Эти усилия обычно предполагают побуждение компании-источника к тому, чтобы сделать информацию общедоступной. Если ее публичное распространение невозможно, член или кандидат обязаны сообщить эту информацию только выделенным для этого внутри компании члена или кандидата руководителям и сотрудникам, отвечающим за комплаенс. Они не имеют права совершать инвестиционных действий или менять рекомендации по инвестированию на основе этой информации. Кроме того, члены и кандидаты не имеют права целенаправленно участвовать в действиях, которые могут побудить инсайдеров компании к раскрытию существенной непубличной информации для ограниченного круга лиц.

Принять процедуры по обеспечению комплаенса

Членам и кандидатам следует побуждать свои компании к принятию процедур по обеспечению комплаенса для предотвращения неправомерного использования существенной непубличной информации.

Особенно важно улучшать комплаенс в таких областях, как контроль личных торгов сотрудников и торгов за счет компании, контроль за рекомендациями по инвестированию, документация по внутрифирменным процедурам и надзор за коммуникациями между подразделениями в многопрофильных компаниях. Процедуры комплаенса должны соответствовать реальным характеристикам компании, включая ее размер и характер ее бизнеса.

Членам и кандидатам рекомендуется информировать своего руководителя и сотрудников, занимающихся комплаенсом, о подозрениях относительно неправомерного использования существенной непубличной информации в качестве основы торговых операций с ценными бумагами или рекомендаций внутри компании.

Принять процедуры раскрытия информации

Членам и кандидатам следует побуждать свои компании к разработке и выполнению правил (policies) в области раскрытия информации, направленных на обеспечение распространения информации на рынке на справедливой и равной основе. Например, аналитики из малых компаний должны получать такую же информацию и такое же внимание, как и аналитики из крупных фирм. Равным образом компаниям не следует предоставлять информацию лишь аналитикам со стороны покупки, не предоставляя ту же информацию аналитикам со стороны продаж, или наоборот. Кроме того, компании не должны подвергать дискриминации аналитиков в предоставлении информации или заносить в черные списки аналитиков, которые давали отрицательные отчеты по ним в прошлом.

В управляющих и аналитических компаниях членам и кандидатам следует пропагандировать разработку и соблюдение процедур доведения до сведения клиентов новых и обновленных рекомендаций по инвестированию. Такого рода рекомендации могут представлять собой существенную, влияющую на рынок информацию, которую нужно сообщать всем клиентам на справедливой основе.

Выпускать пресс-релизы

Компаниям следует рассмотреть вариант выпуска пресс-релизов до проведения встреч с аналитиками и телеконференций, а также составление сценариев таких встреч и телеконференций для уменьшения возможности раскрытия дополнительной информации. Если существенную непубличную информацию впервые раскрыли во время встречи с аналитиками или на телеконференции, компании следует скорейшим образом выпустить пресс-релиз или иным образом сделать эту информацию общедоступной.

Элементы “китайской стены”

Наиболее широко используемым методом предотвращения распространения существенной непубличной информации внутри компаний является информационный барьер, часто называемый “китайской стеной”. Этот барьер ограничивает доступ к конфиденциальной информации теми, кому нужно знать такую информацию для эффективного выполнения своих функций. Такая система как минимум включает в себя следующий набор элементов:

- значительный контроль за обменом соответствующей информацией между подразделениями предпочтительно посредством “буфера обмена” (clearance area) внутри компании, который находится либо в отделе комплаенса, либо в юридическом департаменте;
- контроль за личными торгами сотрудников посредством ведения перечней — “на контроле”, “ограниченный” и “слухи”;
- документальное оформление процедур, ограничивающих обмен информацией между подразделениями, а также действий по принудительному применению таких процедур;
- усиленный контроль за торгами за счет компании или их ограничение в случаях, когда компания обладает существенной непубличной информацией.

Надлежащий обмен информацией между подразделениями

Хотя требования по документальному оформлению, исходя из практических соображений, должны учитывать различия между деятельностью малых и крупных, многопрофильных компаний, компании всех размеров и видов выигрывают от улучшения документирования своих внутренних процедур реализации информационной “китайской стены”. Поэтому даже в малых фирмах следует разрабатывать формализованные процедуры информационного обмена между подразделениями, контроля за торговыми операциями и расследования возможных нарушений.

Физическое разделение подразделений

Из практических соображений следует рассмотреть, в максимально возможной степени, физическое разделение компьютерных файлов и подразделений для предотвращения обмена конфиденциальной информацией, не подлежащей обмену. Например, инвестиционный банкинг и корпоративные финансы в брокерской фирме следует отделять от подразделений, занимающихся продажами и аналитикой, а департамент коммерческого кредитования следует отделять от трастового и аналитического подразделений банка.

Предотвращение выполнения сотрудниками двойных функций

Нельзя использовать одних и тех же сотрудников в подразделениях инвестиционного банкинга или корпоративных финансов и одновременно в подразделениях, занимающихся продажами и аналитическими исследованиями. Аналогично нельзя допускать совмещения работы в департаменте коммерческого кредитования и в трастовом или аналитическом подразделении банка. Чтобы “китайская стена” эффективно работала в многопрофильной УК, в любой момент времени сотрудники должны быть только с одной стороны “китайской стены”. Внутренняя информация необязательно ограничивается информацией о конкретном предложении или текущем финансовом состоянии компании. Аналитики могут иметь доступ к большому объему информации о компании, включая разработку новых продуктов или бюджетные прогнозы, которая очевидно является инсайдерской и, таким образом, исключает возврат аналитика к выполнению его или ее функций аналитика. Например, аналитик, осуществляющий аналитическое покрытие конкретной компании, может оказывать при тщательном контроле ограниченное содействие инвестиционно-банковскому подразделению своей фирмы в ситуации, когда инвестиционно-банковский департамент участвует в сделке с анализируемой компанией. В этом случае к этому аналитику следует относиться как к инвестиционно-банковскому сотруднику; аналитик должен оставаться с инвестиционно-банковской стороны “китайской стены”, пока вся информация, к которой аналитик получил доступ, не станет общедоступной. Короче говоря, аналитик не может использовать в аналитических целях сведения, доступ к которым он получил в ходе проекта, и не может делиться этими сведениями с коллегами из отдела аналитических исследований.

Система отчетности

Одной из важнейших задач эффективной “китайской стены” является установление системы отчетности, включающей контроль и одобрение уполномоченными сотрудниками обмена информацией между подразделениями. Если работник, находящийся с одной стороны “китайской стены”, считает, что ему или ей нужно сообщить конфиденциальные сведения кому-либо на другой стороне “стены”, этому работнику следует проконсультироваться с выделенным сотрудником отдела комплаенса, чтобы определить, является ли необходимым обмен этими сведениями и каким объемом сведений следует обменяться. Если обмен сведениями необходим, сотруднику отдела комплаенса следует координировать процесс “заглядывания за стену” с тем, чтобы можно было обменяться необходимыми сведениями и строго выполнить требования данной процедуры.

Отдельный руководитель или сотрудник, занимающийся комплаенсом, должен иметь обязанность и полномочия решать, является ли информация существенной и является ли она достаточно общедоступной, чтобы использоваться для принятия решений по инвестированию.

В идеальном случае руководитель или сотрудник, занимающийся комплаенсом, ответственный за доведение информации до аналитических или брокерских подразделений, не должен быть сотрудником этих подразделений.

Ограничение личных торгов

Компаниям следует рассмотреть введение ограничений или запрета на личные торги сотрудников и тщательно отслеживать как торги для компании, так и личные торги сотрудников. Компаниям следует обязать своих сотрудников периодически отчитываться (если такая отчетность не требуется законодательством о ценных бумагах) о своих личных торгах и торгах, совершенных в интересах членов их семей. Когда компания имеет или может иметь существенную непубличную информацию, ценные бумаги следует поместить в ограничительный перечень. Широкое распространение ограничительного перечня часто приводит к торговым операциям, которых данный перечень был призван избежать. Поэтому для отслеживания сделок по определенным ценным бумагам следует использовать перечень ценных бумаг “на контроле”, показываемый лишь нескольким лицам, ответственным за комплаенс. “Контрольный” перечень вместе с ограничительным перечнем все шире используется для обеспечения эффективного контроля за личными торгами.

Ведение и сохранение архивных записей

Многопрофильным компаниям следует сохранять письменные архивные записи обмена информацией между различными подразделениями. Компаниям следует придавать большую значимость обучению сотрудников и следует рассмотреть внедрение всеобъемлющих программ обучения, в особенности для сотрудников, работающих с конфиденциальной информацией.

Процедуры, касающиеся торгов компании

Процедуры, касающиеся ограничения или контроля за торгами компании в случаях, когда компания обладает существенной непубличной информацией, необходимым образом зависят от видов торгов, в которых она может участвовать. Когда компания получает существенную непубличную информацию, целесообразно вводить запрет на все виды торгов. Например, когда компания действует в качестве маркет-мейкера, запрет на торги по ее счетам может противоречить целям сохранения конфиденциальности информации и поддержания ликвидности рынка. Такого рода озабоченность имеет особое значение в отношениях между небольшими, региональными брокерами/дилерами и небольшими эмитентами. Во многих случаях компания выводит небольшого эмитента на биржу с пониманием того, что компания будет и дальше действовать в качестве маркет-мейкера в отношении данных акций. В такой ситуации устранение компании от маркет-мейкерских действий будет воспринято сторонними игроками как явный намек. Компаниям, которые, владея существенной непубличной информацией, продолжают действовать в качестве маркет-мейкеров, следует, вместе с тем, дать указание своим маркет-мейкерам проявлять пассивность в отношении рынка — т.е. занимать только контрпозицию по инициативным торгам за счет клиента.

В случае риск-арбитража аргументы в пользу запрета на торги более убедительны по сравнению с маркет-мейкерскими действиями. Арбитражные торги не являются пассивным действием или реакцией на рыночное событие, и потенциал получения незаконной прибыли больше, нежели в маркет-мейкерских операциях. Когда ценную бумагу помещают в перечень бумаг “на контроле”, наиболее осмотрительным вариантом действий будет приостановление арбитражных операций.

Компаниям, которые продолжают арбитражные операции, может быть весьма трудно доказать достаточность своих внутренних процедур по предотвращению торгов на основе существенной непубличной информации, и для них важно показать строгость контроля за сделками и их документирования.

Доведение до сведения всех сотрудников

Членам и кандидатам следует побуждать своих работодателей рассылать всем сотрудникам письменные правила (policies) и рекомендации (guidelines) в отношении комплаенса. Правила и рекомендации следует использовать вместе с программами обучения, помогающими сотрудникам распознавать существенную непубличную информацию. Определить такую информацию не всегда легко.

Обучение, которое проходят сотрудники, должно быть достаточным для того, чтобы они могли принять обоснованное решение или понять, что перед участием в сомнительных транзакциях им нужно проконсультироваться у своего руководителя или сотрудника, отвечающего за комплаенс. Надлежащие правила (policies) должны подчеркивать, что использование существенной непубличной информации является незаконным во многих странах. Подобного рода торги, основанные на существенной непубличной информации, подрывают уровень добропорядочности отдельных лиц, компаний и рынка капитала.

Применение Стандарта

Пример 1 (Действия на основе непубличной информации)

Фрэнк Барнс, президент и мажоритарный акционер сети магазинов одежды SmartTown, решает принять ценовое тендерное предложение и продать этот семейный бизнес по цене, вдвое превышающей рыночные котировки акций его компании. Он рассказывает о своем решении своей сестре (казначее SmartTown), которая сообщает о нем своей дочери (которая в настоящее время не имеет акций семейной компании). Та рассказывает обо всем своему мужу Стейплу. Стейпл же сообщает об этом своему биржевому брокеру Алексу Хэлси, который тотчас же покупает акции SmartTown для себя.

Комментарий: Информация о предстоящей продаже — существенная и непубличная. Стейпл нарушил Стандарт II(A), сообщив эту инсайдерскую информацию своему брокеру. Хэлси также нарушил данный стандарт, купив акции компании на основе существенной непубличной информации.

Пример 2 (Контроль за непубличной информацией)

Самюэл Питер, аналитик компании Scotland and Pierce Incorporated, помогает своей компании в проведении вторичного размещения акций компании Bright Ideas Lamp Company. Посредством

телеконференции Питер участвует во встрече с сотрудниками инвестиционно-банковского подразделения Scotland and Pierce и генеральным директором Bright Ideas. Питера информируют о значительном падении прогнозов прибыли компании на следующий год. В течение всей телеконференции несколько портфельных управляющих Scotland and Pierce, а также сотрудников, занимающихся продажами, входят и выходят из кабинета Питера, в котором происходит телеконференция. В результате им становится известно о падении прогнозов размера прибыли компании Bright Ideas. До завершения телеконференции сотрудники из управления продаж продают акции компании от имени клиентов своей компании, а другие сотрудники компании торгуют акциями той же компании за счет своей компании и за счет личных счетов сотрудников.

Комментарий: Питер нарушил Стандарт II(A), поскольку он не предотвратил передачу существенной непубличной информации иным сотрудникам своей компании и ее неправомерное использование. Компании Питера следовало установить информационные барьеры, чтобы предотвратить обмен непубличной информацией между подразделениями своей компании. Специалисты по продажам и управляющие портфелями, которые совершали торги на основе этих сведений, также нарушили Стандарт II(A), совершив торговые сделки на основе инсайдерской информации.

Пример 3 (Выборочное раскрытие существенной информации)

Элизабет Левенсон работает в Тайпее, покрывая аналитикой тайванский рынок для своей компании, головной офис которой находится в Сингапуре. Вместе с десятью крупнейшими акционерами одной обрабатывающей компании ее приглашают на встречу с финансовым директором этой компании. Во время встречи финансовый директор сообщает, что компания в следующую пятницу ожидает начала забастовки своих работников, которая нанесет ущерб производительности и дистрибуции. Может ли Левенсон использовать эти сведения как основание для изменения своей рекомендации по компании с “покупать” на “продавать”?

Комментарий: Сначала Левенсон должна определить, является ли эта существенная информация публичной. В соответствии со Стандартом II(A), если компания не опубликовала эту информацию (небольшая встреча не может считаться способом публичного распространения), она не может использовать эту информацию.

Пример 4 (Определение существенности)

Ли Фехтман решает, держать или продавать акции нефтегазопромышленной компании, которыми она владеет в нескольких фондах под ее управлением. Хотя компания в течение некоторого времени показывает результаты хуже биржевого индекса, тенденции в данном секторе экономики показывают, что такого рода компании могут стать объектами поглощения.

Пока она обдумывает свое решение, ее врач, время от времени наблюдающая за рынком, говорит, что, по ее мнению, данную компанию скоро приобретет крупный промышленный конгломерат и что было бы правильно купить акции компании прямо сейчас. Пообщавшись с несколькими специалистами по инвестированию и узнав их мнения об этой компании, а также посмотрев на тенденции в отрасли, Фехтман на следующий день решает докупить акций той же нефтегазопромышленной компании.

Комментарий: Хотя информация об ожидаемой попытке поглощения по виду существенная и непубличная, в данном случае источник информации ненадежен, и информацию нельзя считать существенной. Поэтому Фехтман не запрещено торговать данными акциями на основе данной информации.

Пример 5 (Применение теории мозаики)

Джагдиш Тежа — аналитик на стороне покупок, анализирующий мебельную промышленность. В поисках привлекательной компании, акции которой можно было бы рекомендовать к покупке, он анализирует несколько изготовителей мебели, изучая их финансовые отчеты и посещая производство. Он также беседует с несколькими дизайнерами и продавцами, торгующими в розницу, чтобы выяснить, мебель какого стиля сегодня в моде и пользуется спросом.

Хотя ни одна из анализируемых им компаний не заслуживает однозначной рекомендации “покупать”, он обнаруживает, что одна из них, Swan Furniture Company (SFC), вероятно, испытывает финансовые затруднения. Переход SFC на новые экстравагантные дизайны был связан со значительными затратами. Хотя первоначально они привлекли внимание покупателей, сейчас они предпочитают более консервативную мебель от других изготовителей. На основе этой информации и анализа прибылей и убытков компании Тежа приходит к выводу, что в следующем квартале SFC ожидает существенное падение прибыли. Он дает в отношении SFC рекомендацию “продавать”. По получении этой рекомендации УК сразу начинают уменьшать количество акций SFC в своих портфелях.

Комментарий: Информация о прогнозе квартальной прибыли является существенной и непубличной. Тежа пришел к выводу о падении прибыли на основе публичной информации и несущественных непубличных сведений (напр., мнений дизайнеров и розничных продавцов). Поэтому торговля, основанная на верном заключении Тежа, не запрещена Стандартом II(A).

Пример 6 (Применение теории мозаики)

Роджер Клемент — старший финансовый аналитик компании Rivoli Capital, специализирующийся на европейской автомобильной отрасли. Он несколько раз был номинирован многими ведущими отраслевыми журналами и отраслевыми новостными изданиями на звание “лучшего аналитика” по автомобильной промышленности и многими считается авторитетом в этой отрасли. Побеседовав с представителями Turgo Chariots — европейского автопроизводителя, продающего свои машины в основном в Южной Корее, проведя беседы со специалистами по продажам, профсоюзными лидерами, аналитиками своей компании, занимающимися южнокорейской валютой, а также должностными лицами банков, Клемент провел анализ компании Turgo Chariots и пришел к выводу, что: (1) продажи только что выведенной ею на рынок модели, вероятно, будут ниже ожидаемых, (2) ее корпоративная стратегия реструктуризации, весьма вероятно, встретит серьезное сопротивление со стороны профсоюзов, (3) снижение курса южнокорейской воны будет способствовать снижению уровня прибыльности отрасли в целом, и, в частности, рыночного сегмента, в котором работает Turgot, и (4) банки могут занять более жесткую позицию, чем ожидалось, в предстоящем раунде переговоров относительно кредита компании. По этим причинам он поменял свою оценку компании с “выше рынка” на “ниже рынка”. Клемент сохраняет материалы, использованные в обоснование своего вывода, на случай возникновения каких-либо вопросов.

Комментарий: При выработке вывода об оценке компании Клемент соединил воедино ряд несущественных или публичных сведений, влияющих на показатели Turgo Chariots. Поэтому в соответствии с теорией мозаики, при составлении отчета Клемент не нарушил Стандарт II(A).

Пример 7 (Рекомендации аналитика как существенная непубличная информация)

На следующий день Клемент готовится дать интервью глобальной финансовой новостной телепрограмме, в ходе которого он первый раз будет публично обсуждать изменение своей рекомендации по компании Turgot Chariots. Во время подготовки к интервью он сообщает информацию, которую будет обсуждать, продюсерам программы и Мэри Зито, журналистке, которая будет его интервьюировать. Непосредственно перед эфиром Зито продает принадлежащий ей пакет акций Turgot Chariots. Она также сообщает об этом по телефону своему отцу, так как знает, что у него и других членов семьи есть вложения в Turgot Chariots.

Комментарий: Когда Зито получает предварительное уведомление об изменении Клементом его рекомендации, она знает, что она окажет существенное влияние на цену акции, даже если она не осведомлена в полной мере о причинах этого изменения. Она не является клиентом Клемента, но получает доступ к существенной непубличной информации до ее обнародования. Ее торговые сделки, таким образом, основаны на существенной непубличной информации и нарушают Стандарт II(A). Зито и далее нарушает данный Стандарт, передав эту информацию своему отцу. Не имеет значения, совершил ли он или другие члены семьи торговые сделки; сам акт предоставления данной информации нарушает Стандарт II(A). Тот факт, что информация предоставляется члену семьи, не освобождает человека от необходимости соблюдения запрета на использование или передачу существенной непубличной информации.

Пример 8 (Действия на основе непубличной информации)

Эштон Келлог — вышедший на пенсию специалист по инвестициям, который управляет своим собственным портфелем. У него есть акции крупного местного банка National Savings. Джон Мэйфилд, его близкий друг и коллега по игре в гольф, занимает высокую должность в National Savings. Произошло значительное падение цены акций этого банка, и новостные сообщения и прогнозы не очень положительные. В разговоре на поле для игры в гольф по поводу экономики и банковского сектора Мэйфилд сообщает другу, что National Savings удивит инвестиционное сообщество, когда через несколько дней объявит о высоких прибылях по итогам квартала. Келлог приятно удивлен этим сообщением и, считая, что Мэйфилд, как руководитель высокого ранга, знает законодательство и не будет раскрывать инсайдерскую информацию, Келлог удваивает свою позицию в акциях банка. Позже National Savings объявляет, что получил хорошую операционную прибыль, но был вынужден создать резервы на ожидаемые существенные убытки по своему кредитному портфелю. Эта новость в совокупности привела к падению акций банка на 60%.

Комментарий: Даже если Келлог считает, что Мэйфилд не нарушает закона, передавая инсайдерскую информацию, и Келлог потерял деньги на покупке акций, ему не следовало приобретать дополнительные акции National Savings. Член или кандидат обязан удостовериться до совершения инвестиционных действий, что сообщение об уровне прибылей не является существенной непубличной информацией.

Пример 9 (Теория мозаики)

Джон Долл работает аналитиком в хедж-фонде, который также продает свои аналитические исследования ограниченному кругу инвестиционных компаний. Долл анализирует в основном медицинские технологические компании и продукты. Он занимается этой индустрией уже долгое время и обзавелся сетью заслуживающих доверия друзей и экспертов в этой отрасли бизнеса. Долл готовит крупный аналитический отчет, содержащий рекомендацию относительно инвестиций в компанию Voyce Health, производителя медицинских изделий.

Недавно он встретился на свадьбе с давним знакомым, старшим должностным лицом в Voyce Health, и Долл спросил знакомого, как идут дела. Внимание Долла привлекло замечание собеседника, который отвечает в компании за разработку новых продуктов, об одном из таких продуктов: “Я бы не испытывал чрезмерного энтузиазма о среднесрочных перспективах, предстоит еще много работы”. Долл включил эту и другую информацию о новом продукте компании в свой отчет с долгосрочной рекомендацией по Voyce Health.

Комментарий: Беседа Долла со старшим должностным лицом компании — часть информационной мозаики, использованной в подготовке рекомендации по Voyce Health. В беседах со старшим должностным лицом данной компании Доллу следует проявлять осторожность, чтоб не получать и не выспрашивать существенную непубличную информацию. Перед публикацией отчета надо взвесить значимость сообщения должностного лица о продолжающейся разработке нового продукта относительно других, обнародованных фактов, чтобы определить, будут ли услышанные сведения считаться существенными.

Пример 10 (Определение существенности)

Ларри Нэдлер, работающий трейдером во взаимном фонде, получает текстовое сообщение от трейдера из другой компании, с которым он знаком в течение многих лет. В сообщении говорится, что через два дня компания — производитель программного обеспечения объявит о высоком уровне своих прибылей. У Нэдлера есть распоряжение от управляющего портфелем в его компании о покупке нескольких сотен тысяч акций этой компании. Нэдлер ведет агрессивную скупку акций в соответствии с распоряжением и завершает покупку всего указанного объема к утру следующего дня, за день до запланированного фирмой объявления.

Комментарий: Перед выходом данных любого рода циркулируют слухи и сообщения разных цифр “по секрету”. Текстовое сообщение от другого трейдера, скорее всего, сочтут рыночным шумом. Если только Нэдлеру не было известно, что у того трейдера имеются бизнес-отношения с данной публичной компанией, у него не было никаких оснований подозревать, что он получает существенную непубличную информацию, которая помешает ему исполнить распоряжение управляющего портфелем о покупке акций.

Пример 11 (Использование сети экспертов)

Мэри Маккой работает старшим аналитиком по фармацевтической отрасли во взаимном фонде. Ее компания приобретает сервис по обеспечению контактов со специалистами по лечению раковых заболеваний. Посредством телефонных бесед Маккой лучше начинает понимать самые последние, успешные методы лекарственной терапии рака. Эти сведения оказывают Мэри существенную помощь в подготовке рекомендаций относительно компаний, производителей этих препаратов.

Комментарий: Маккой надлежащим образом использует сети экспертов для улучшения качества оценивания фармацевтических компаний. Она не просила, не получала информацию, которую можно расценить как существенную и непубличную, как, например, данные о предварительных результатах испытаний препаратов. Маккой имеет право обращаться за консультациями к профессионалам отрасли, которую она анализирует.

Пример 12 (Использование сети экспертов)

Том Уотсон работает исследователем-аналитиком в хедж-фонде. Для поддержания необходимого уровня осведомленности Томсон получает от сторонних экспертов информацию по фармацевтической и технологической отраслям, в которых часто появляются инновационные продукты. Встречи Уотсона

с отраслевыми экспертами часто устраиваются с помощью сетей экспертов или агентов по непубличным размещениям, у которых имеются соответствующие правила (policies) и процедуры для недопущения обмена существенной непубличной информацией.

Уотсон организует телефонную беседу с целью обсуждения перспектив имеющегося у его фонда пакета акций одной технологической компании, которая проводит испытания нового полупроводника. Исследователь, руководящий испытаниями, делится своим недовольством относительно работы нового полупроводника. После телефонной беседы Уотсон доводит оценки, которые он узнал, до других сотрудников хедж-фонда. Фонд закрывает свою позицию по этой технологической компании и покупает опционные контракты “пут”, так как рынок ожидает успешной работы нового полупроводника, и цена акций компании отражает оптимистический настрой рынка.

Комментарий: Уотсон нарушил Стандарт II(A), сообщив существенную непубличную информацию относительно идущих испытаний нового продукта, которую фонд использовал для торговли ценными бумагами и опционными контрактами соответствующей компании. Уотсон не может полагаться лишь на соглашения, подписанные лицами, участвующими в сетях экспертов, в которых говорится, что он не получал информацию, из-за которой он подпадает под запрет совершения соответствующих торговых сделок. Он должен сам определять, достигла ли информация, полученная им на основе этих соглашений, порога существенности, влияющего на возможность совершения им торговых сделок.

Стандарт II(B). Манипулирование рынком

Членам и кандидатам запрещается совершать действия, искажающие цены или искусственно завышающие объемы торговли с целью введения в заблуждение участников рынка.

Руководство по применению

Основные темы:

- *Манипулирование на основании информации*
- *Манипулирование посредством транзакций*

Стандарт II(B) требует от членов и кандидатов поддерживать нормы добропорядочности на финансовых рынках, запрещая манипулирование рынком. Манипулирование рынком включает в себя искажение цен или объемов торговли ценными бумагами с намерением обмана людей или организаций, которые полагаются на рыночную информацию. Манипулирование рынком наносит ущерб интересам всех инвесторов, нарушая устойчивое функционирование финансовых рынков и снижая доверие инвесторов.

Манипулирование рынком может приводить к снижению доверия в справедливое функционирование рынка капитала и как следствие — к повышению премии за риск и снижению вовлеченности инвесторов. Снижение эффективности рынка капитала той или иной страны может отрицательно сказаться на ее экономическом здоровье, а также повлиять на функционирование глобально взаимосвязанных рынков капитала. Хотя на зрелых рынках практики манипулирования потенциально встречаются более редко по сравнению с развивающимися рынками, трансграничные инвестиции все больше увеличивают возможные риски от подобных практик для инвесторов по всему миру.

Манипулирование рынком включает в себя: (1) распространение ложной или вводящей в заблуждение информации и (2) совершение транзакций, которые вводят или, вероятно, могут ввести в заблуждение участников рынка, искажая механизм ценообразования финансовых инструментов. Появление новых продуктов и технологий увеличивает стимулы, средства и возможности для манипулирования рынком. Кроме того, возрастание сложности и уровня технологий, используемых для информационного обмена с участниками рынка, создало новые способы манипуляций.

Манипулирование на основании информации

Манипулирование, основанное на информации, включает в себя, не ограничиваясь этим, распространение ложных слухов с целью побуждения к торговле других лиц. Например, членам и кандидатам следует воздерживаться от “накачки” стоимости объекта инвестиций посредством сообщения вводящей в заблуждение положительной информации или чрезмерно оптимистических прогнозов относительно стоимости ценной бумаги лишь для того, чтобы позже “сбросить” данный объект инвестиций (т.е. продать его, как только цена, вызванная воздействием вводящей в заблуждение информации на других участников рынка, достигнет искусственно высокого уровня).

Манипулирование посредством транзакций

К манипулированию посредством транзакций относятся случаи, когда члены или кандидаты знали или должны были знать, что их действия могли повлиять на стоимость ценной бумаги. Манипуляции такого рода включают в себя, не ограничиваясь этим, следующее:

- Транзакции, оказывающие искусственное воздействие на цену или объемы торгов с целью создания впечатления активности торгов или движения цены финансового инструмента, которые являются отклонением от ожиданий в отношении справедливого и эффективного рынка;
- Получение контролирующей, доминирующей позиции в финансовом инструменте с целью использования возможности манипулирования ценой соответствующей производной ценной бумаги и (или) базового актива.

Стандарт II(B) не направлен на запрет транзакций, являющихся частью вполне легитимных торговых стратегий, основанных на понимании неэффективности рынка. Намерение конкретного действия имеет решающее значение для определения того, является ли оно нарушением данного Стандарта.

Применение Стандарта

Пример 1 (Независимый анализ и продвижение компаний)

Основной владелец компании Файнэншэл Информэйшн Сервисис (ФИС) заключил соглашение с двумя компаниями с микрокапитализацией относительно продвижения акций этих компаний в обмен

на их акции и денежную компенсацию. Основной владелец ФИС поручил своей фирме распространить электронные письма, создать и вести несколько веб-сайтов, а также распространить инвестиционный онлайн-бюллетень — все они рекомендовали инвестировать в эти две компании. Систематическая публикация создающего впечатление независимого анализа и рекомендаций, содержащих неверные утверждения рекламного и спекулятивного характера, привели к увеличению биржевых инвестиций в эти две компании и к значительному повышению их биржевых котировок.

Комментарий: Основной владелец ФИС нарушил Стандарт II(B), использовав неправильные данные и вводящую в заблуждение информацию под видом независимого анализа для искусственного повышения биржевых котировок данных компаний. Кроме того, основной владелец ФИС нарушил Стандарт V(A) — Тщательная проверка и обоснованность решений, так как не имел разумного и достаточного основания для рекомендации этих двух компаний, а также нарушил Стандарт VI(A) — Раскрытие конфликта интересов, не раскрыв инвесторам наличие соглашений о компенсации (что являлось конфликтом интересов).

Пример 2 (Личные торговые операции и цена)

Джон Грэй — частный инвестор, живущий в Бельгии, несколько лет назад приобрел значительную позицию в Фэйм Фармасьютиклс, немецкой компании с низкой капитализацией и ограниченным средним объемом торговли ее акциями. Грэй решил значительно уменьшить свои вложения в Фэйм Фармасьютиклс в связи с их низкой доходностью. Грэй беспокоит, что небольшой объем торговли акциями Фэйм Фармасьютиклс может привести к дальнейшему снижению их цены, в случае если он попытается продать свой существенный пакет. Грэй разрабатывает план, предусматривающий разделение его пакета на множество счетов в разных брокерских конторах и частных банках на имя членов семьи, друзей и даже одной частной религиозной организации. Затем он проводит кампанию по рекламированию Фэйм Фармасьютиклс, распространяя стимулирующие слухи через различные блоги и ресурсы в социальных сетях.

Грэй, используя различные счета, начинает покупать и продавать акции компании в надежде повысить объемы торговли и цену акций. Он совершает торговые сделки через различных брокеров, в соответствии с тактическим планом продавая чуть большие по размеру объемы, чем те, что он покупал. По истечении некоторого времени ему, как и задумывалось, удается уменьшить свою долю в компании, не повлияв отрицательно на продажную цену ее акций.

Комментарий: Джон нарушил Стандарт II(B), мошеннически создав видимость значительного интереса инвесторов к акциям компании с помощью слухов в Интернете. Кроме того, с помощью своей торговой стратегии он создал видимость того, что акции компании более ликвидны, чем они есть на самом деле. Ему удалось манипулировать ценой, используя как ложную информацию, так и биржевые сделки.

Пример 3 (Создание искусственной ценовой волатильности)

Мэтью Мерфи работает аналитиком в компании Дивисадеро Секьюритис & Компани, у которой среди важнейших клиентов, состоящих на брокерском обслуживании, — большое число хедж-фондов. Некоторые хедж-фонды держат короткие позиции по компании Уайервульф Сэмикондактор. За два торговых дня до публикации квартального отчета Мерфи предупреждает своих сотрудников, занимающихся продажами, что в самое ближайшее время он опубликует отчет по Уайервульф, в который будут включены следующие заключения:

- Доходы за квартал, вероятно, будут меньше прогнозов руководства компании;
- Прибыль составит не более 5 центов на акцию (или более 10%) ниже консенсусного прогноза;
- Пользующийся большим уважением финансовый директор Уайервульф, вероятно, скоро перейдет в другую компанию.

Зная, что компания Уайервульф уже вошла в свой “период молчания” перед сообщением о прибылях в конце квартала (и поэтому не захочет реагировать на слухи), Мерфи специально выбирает время для опубликования своего отчета таким образом, чтобы создать сенсацию из его негативных аспектов и оказать значительное давление на понижение для акций Уайервульф — к очевидной выгоде хедж-фондов из числа клиентов компании Дивисадеро. Выводы отчета основываются на необоснованных предположениях, а не на фактах. На следующий день аналитический отчет доводится до сведения всех клиентов Дивисадеро и новостных агентств.

Прежде чем отдел компании Уайервульф по работе с инвесторами в состоянии оценить ущерб, нанесенный в последний торговый день квартала, и опровергнуть отчет Мерфи, торговля акциями Уайервульф начинается их резким падением, давая возможность клиентам Дивисадеро покрыть свои короткие позиции со значительной прибылью.

Комментарий: Мерфи нарушил Стандарт II(B), стараясь создать искусственную ценовую волатильность, с целью оказать существенное воздействие на цену акций компании-эмитента. Кроме того, поскольку

рекомендация Мерфи не имела достаточного основания, он также нарушил Стандарт V(A) — Тщательная проверка и обоснованность решений.

Пример 4. (Личные торги и торговые объемы)

Раджеш Секар управляет двумя фондами — фондом акций и фондом смешанных инвестиций. Оба фонда предполагают управление компонентом, состоящим из акций, по одной и той же модели. Следуя данной модели, получается, что фонд владеет чрезмерно большим пакетом акций компании “Диджитал дизайн, Инк.” (“ДД”). Тем не менее снизить размер пакета акций “ДД” во владении фонда было бы непросто в связи с их низкой ликвидностью на биржевом рынке. Секар решает начать торговлю большими пакетами акций “ДД”, многократно перепродавая их между двумя своими фондами, чтобы постепенно повысить цену. Он считает, что участники рынка заинтересуются этими акциями, заметив увеличивающийся объем торговли и растущую цену. Как следствие — если другие инвесторы захотят купить акции “ДД”, Секар сможет избавиться, по крайней мере, от части чрезмерной позиции по ним, не вызвав снижения цены. В таком случае вся операция будет выгодна участникам фондов даже при дополнительных расходах на брокерские комиссии.

Комментарий: Реализация плана Секара могла бы быть выгодна участникам его фондов, однако этот план основан на искусственном искажении как объема торговли, так и цены акций “ДД” и, таким образом, является нарушением Стандарта II(B).

Пример 5 (Стратегия стимулирования спроса — “Pump-Priming”)

Фьючерсная биржа АКМЕ запускает новый фьючерсный контракт на облигации. Чтобы заинтересовать этим контрактом инвесторов, трейдеров, арбитражных игроков, хеджеров и прочих лиц, биржа пытается показать, что контракт обладает наилучшей ликвидностью. С этой целью биржа заключает со своими членами соглашение, по которому они обязуются в течение определенного периода времени обеспечивать существенный минимальный объем торговли по новому контракту в обмен на значительное уменьшение их обычных комиссионных платежей.

Комментарий: Ликвидность рынка формально определяется обязательствами, накладываемыми на маркет-мейкеров, но фактическая ликвидность точнее оценивается по реальному объему торговли и спредам между ценами продавца и покупателя. Попытки ввести участников рынка в заблуждение относительно фактической ликвидности рынка продукта являются нарушением Стандарта II(B). В данном примере инвесторы были преднамеренно введены в заблуждение, инвесторы верят, что они выбрали наиболее ликвидный инструмент для своих конкретных целей, однако по истечении срока действия соглашения их ожидало бы существенное снижение фактической ликвидности контракта.

Если в течение некоторого начального периода вывода контракта на рынок Фьючерсная биржа АКМЕ полностью раскроет свое соглашение с членами биржи по стимулированию объема сделок, она не нарушит Стандарт II(B). Целью АКМЕ является не нанесение ущерба инвесторам, а, наоборот, оказание им качественной услуги. С этой целью она может прибегнуть к стратегии накачки ликвидности (liquidity-pumping), однако, эту стратегию ей следует публично раскрыть.

Пример 6 (Искусственное создание ценовой волатильности)

Эмили Гордон работает в специализированной инвестиционно-аналитической компании Пикадор & Ко, анализируя компании, выпускающие товары бытовой химии. На основе информации, собранной ею во время поездки по Латинской Америке, она считает что Хайджин Инк., крупный игрок на рынке средств личной гигиены, покажет результаты продаж лучше ожидаемых в результате запуска новых продуктов в Южной Америке. Немного повысив в своих расчетных моделях прогноз по выручке и валовой марже Хайджин, Гордон далее приходит к выводу, что ее прогноз прибыли компании на текущий год в \$2,00 на одну разводненную акцию может быть занижен на 5%. Она связывается с финансовым директором Хайджин, чтобы получить подтверждение своим выводам, сделанным во время поездки, и получить комментарии относительно изменений в своих моделях. Финансовый директор отказывается давать комментарии и подтверждает актуальность последнего прогноза менеджмента на текущий год в \$1,95—2,05.

Гордон решает попытаться вынудить компанию дать свои комментарии и сообщает клиентам Пикадор и Ко, придерживающимся моментум-стиля инвестирования (принимающих решения на основании доходности компаний в краткосрочном периоде), что консенсусные прогнозы по прибыли Хайджин серьезно занижены; она поясняет им, что, возможно, увеличит свою опубликованную оценку на целых \$0,15 — до \$2,15. Она полагает, что, когда новость о нереалистично высоком прогнозе прибыли достигнет отдела по отношениям с инвесторами Хайджин, компания будет вынуждена обновить свой прогноз по прибыли. Пока же Гордон надеется, что по крайней мере она правильно определила направление изменения прибыли, и она поможет тем своим клиентам, кто примет ее рекомендации к действию, получить быстрый выигрыш от трейдинга.

Комментарий: Завысив свой прогноз по доходности компании Хайджин, в попытке стимулировать быструю прибыль на ее акциях Гордон нарушила Стандарт II(B). Кроме того, сообщив лишь ограниченному кругу клиентов о своем намерении повысить прогноз, она нарушила Стандарт III(B) — Справедливость. Вместе с тем она поступила бы приемлемым образом, если бы написала отчет,

- в котором представила свой прогноз доходности в виде диапазона возможных вариантов;
- в котором она ясно сформулировала допущения, использованные в своих прогнозных моделях по компании Хайджин и учитывающие выводы, сделанные ею в ходе поездки по Латинской Америке.

Пример 7 (Стратегия “Накачки и сброса” – “Pump and Dump”)

Желая “накачать” стоимость своих вложений в компании Музхед & Белфаст Рейлроуд Компани, Стив Вайнберг регистрируется в нескольких чатах инвесторов в Интернете и распространяет слухи о том, что данная компания очень скоро расширит свою железнодорожную сеть в преддверии получения крупного контракта на перевозку древесины.

Комментарий: Вайнберг нарушил Стандарт II(B), распространив ложные сведения о компании Музхед & Белфаст Рейлроуд Компани с намерением ввести в заблуждение участников рынка.

Пример 8 (Манипулирование исходными данными для построения модели)

Билл Мэндевил руководит группой структурного финансирования в Сьюпириор Инвестмент Банк. В его обязанности входят формирование новых структурированных инвестиционных продуктов и руководство отношениями банка с профильными рейтинговыми агентствами. Чтобы получить максимально возможные рейтинги, Мэндевил в качестве исходных данных для модели использует большей частью позитивные сценарии — сценарии, включающие минимальный риск снижения стоимости базовых активов структурированных продуктов. Получаемые в результате статистические данные, включаемые в запрос на получение рейтинга и андеррайтинговый проспект, служат обоснованию утверждения, что новые структурированные продукты характеризуются минимальным потенциальным риском снижения стоимости. Кроме того, размер компенсации Мэндевила в банке частично привязан как к уровню полученного рейтинга, так и к объему продаж новых структурных инвестиционных продуктов, но никак не привязан к долгосрочным показателям функционирования этих инструментов.

Мэндевил работает чрезвычайно успешно, в течение двух последующих лет он самый успешный инициатор структурированных инвестиционных продуктов в своем банке. На третий год экономика начинает испытывать трудности, происходит снижение стоимости базовых активов, лежащих в основе структурных продуктов. Последующие неплатежи приводят к значительной турбулентности на рынках капитала, прекращению деятельности Сьюпириор Инвестмент Банк и потере Мэндевилом работы.

Комментарий: С целью получения более высоких рейтингов Мэндевил манипулирует входными данными модели, чтобы минимизировать определяемый ими уровень риска. Понимание структурных продуктов позволяет ему искусно решать, какие исходные данные включать для обоснования желаемого уровня рейтинга и цены. Такое манипулирование информацией в целях краткосрочного результата, в нарушение Стандарта II(B), в конечном итоге наносит существенный ущерб многим сторонам и рынкам капитала в целом. Мэндевилу следовало понимать, что завышение рейтинга и цены посредством неверной информации может вызвать потерю доверия не только к цене конкретного структурированного продукта, но и к системе со стороны инвесторов. Подобная потеря доверия влияет на способность рынков капитала функционировать эффективно.

Пример 9 (Манипулирование информацией)

Аллен Кинг работает аналитиком эффективности операций в компании Торри Инвестментс Фандс. Кинг считает, что управляющий портфелем фонда акций компаний с низкой и микрокапитализацией испытывает к нему неприязнь, поскольку управляющий никогда не предлагает ему билеты на матчи местной бейсбольной команды, но предлагает такие билеты другим сотрудникам. Чтобы спровоцировать проверку работы управляющего, Кинг создает пользовательские профили на нескольких интернет-форумах под именем управляющего портфелем и начинает распространять слухи о возможных слияниях нескольких небольших компаний в составе портфеля. Когда акции этих компаний вырастают в цене, управляющий портфелем закрывает позицию в них, что вызывает расследование со стороны регулятора, чего и добивался Кинг.

Комментарий: Кинг нарушил Стандарт II(B), хотя сам он лично не получил прибыли от реакции рынка на слухи. Поместив ложную информацию, Кинг вводит в заблуждение других лиц, заставляя их поверить в то, что компании, вероятно, будут поглощены. Хотя он намеревался создать неприятности только для управляющего портфелем, его действия очевидным образом являлись манипулированием информацией, доступной участникам рынка.

Стандарт III. Обязанности по отношению к клиентам

Стандарт III(A). Лояльность, осмотрительность, осторожность

Члены и кандидаты обязаны проявлять лояльность по отношению к клиентам, действовать осмотрительно, принимать разумные меры осторожности при вынесении суждений, руководствоваться интересами клиентов и ставить их выше интересов своего работодателя и собственных интересов.

Руководство по применению

Основные вопросы:

- *Суть применения принципов лояльности, осмотрительности и осторожности*
- *Определение реального инвестиционного клиента*
- *Формирование портфеля клиента*
- *“Мягкие” комиссионные*
- *Голосование по доверенности*

В соответствии со Стандартом III(A) интересы клиента являются первостепенными. В число обязанностей члена или кандидата в отношении клиента входит соблюдение лояльности и исполнение своих обязательств с разумной степенью заботливости. Инвестиционная деятельность должна проводиться исключительно в интересах клиента и таким образом, каким член или кандидат считает, с учетом известных ему фактов и обстоятельств, данная деятельность будет наиболее выгодна для его клиента. Члены и кандидаты обязаны действовать с той же степенью благоразумия, рассудительности и заботливости, с какой бы они действовали при управлении и распределении своих собственных средств в аналогичных условиях. Благоразумие предполагает осторожность и осмотрительность. Действовать благоразумно для специалистов в сфере инвестиций означает действовать с той разумной заботливостью, профессионализмом и усердием, с какими бы действовал разумный человек в аналогичном положении и осведомленный в данной сфере. В контексте управления портфелем клиента благоразумие подразумевает соблюдение параметров инвестирования, заданных клиентом, и балансирование рисков и доходности. Заботливость в работе членов и кандидатов требует благоразумных и осмотрительных действий, которые не должны навредить клиентам.

Стандарт III(A) устанавливает минимальные требования к членам и кандидатам в процессе исполнения их обязанностей в отношении клиентов. Нормативные требования и требования законодательства в отношении таких обязанностей в сфере инвестиций могут отличаться в зависимости от целого ряда факторов, в числе которых должностная функция специалиста по инвестициям, наличие отношений консультант/клиент, а также характера предложенных рекомендаций. С позиции конечного пользователя финансовых услуг эти стандарты могут казаться загадочными и запутанными, что заставляет инвесторов сомневаться в качестве и уровне услуг, оказываемых нанимаемыми ими специалистами по инвестициям.

Единый стандарт профессионального поведения, представленный в Стандарте III(A), создан в интересах инвесторов и устанавливает эталон лояльности, благоразумия и заботливости в ходе исполнения обязанностей специалистами, а также подробно разъясняет, что члены и кандидаты Института CFA, независимо от их должности, местного законодательства, различий в культуре, обязаны следовать данным основополагающим принципам в отношении их обязанностей. Инвесторы, пользующиеся услугами членов или кандидатов, обязанных соблюдать принцип лояльности, благоразумия и заботливости, предписанный в данном стандарте, могут быть уверены, что данное обязательство будет являться требованием независимо от любых иных установленных законом фидуциарных обязанностей.

Однако Стандарт III(A) не следует рассматривать в качестве замены правовых и нормативных обязательств членов и кандидатов. Согласно Стандарту I(A), члены и кандидаты обязаны соблюдать самые строгие требования, предписанные регуляторами или Кодексом и Стандартами, в том числе установленные законом любые фидуциарные обязанности. Члены и кандидаты также должны осознавать, входит ли в их обязанности “ответственное хранение” активов клиента, то есть осуществляют ли они управление этими активами. В таком случае возникает повышенный уровень ответственности. Считается, что члены или кандидаты осуществляют ответственное хранение, если они имеют прямой либо не прямой доступ к фондам клиента. Члены и кандидаты должны управлять любым пулом активов, находящегося в их распоряжении в соответствии с условиями регулирующих документов (например, документов о доверительном управлении и соглашениях об управлении инвестициями), в первую очередь определяющих

круг полномочий и обязанностей управляющего инвестициями. Во всех случаях, когда их действия противоречат положениям этих документов или применимому законодательству, члены и кандидаты рискуют нарушить Стандарт III(A).

Суть применения принципов лояльности, осмотрительности и осторожности

Стандарт III(A) устанавливает минимальные требования к обязанности соблюдения принципов лояльности, благоразумия и заботливости, которые относятся ко всем членам и кандидатам, независимо от применимой к ним любой установленной законом фидуциарной обязанности. Несмотря на то что фидуциарная обязанность зачастую включает в себя соблюдение принципов лояльности, благоразумия и заботливости, Стандарт III(A) не признает всех членов и кандидатов фидуциарами. Ответственность членов и кандидатов за исполнение своих обязанностей в рамках данного стандарта зависит по большей части от их профессиональных обязанностей и отношений с клиентами. Поведение членов и кандидатов может достигать, а может и не достигать уровня фидуциара, в зависимости от его клиента, от того, дает ли член или кандидат консультации в области инвестиций, а также множества иных факторов и обстоятельств, относящихся к конкретной сделке или отношениям с клиентом.

Фидуциарные обязанности часто устанавливаются законом либо нормативным актом, когда на физическое или юридическое лицо возлагается обязанность действовать в интересах другой стороны, как, например, в случае управления инвестиционными активами. Обязанность в рамках фидуциарных отношений превышает иные обязанности, предусмотренные другими видами деловых отношений, поскольку фидуциар занимает положение повышенного доверия. Несмотря на то что члены и кандидаты должны исполнять любые установленные для них законом фидуциарные обязанности, Кодекс и Стандарты не налагают на них данное правовое обязательство, а также не требуют от членов и кандидатов выступать в роли фидуциаров. Однако Стандарт III(A) требует от членов и кандидатов работать в интересах клиентов вне зависимости от их должностных функций.

Член или кандидат, не предоставляющий услуг по консультированию клиентам, а выступающий только в роли специалиста по исполнению сделки, должен благоразумно работать в интересах клиента при совершении порученных ему операций.

Работа в интересах клиента требует от специалистов использования своих профессиональных навыков и добросовестности при совершении сделок на максимально выгодных условиях. Члены и кандидаты, занимающие такие должности, должны тщательно соблюдать параметры, установленные в инструкциях клиента. Члены и кандидаты могут заниматься также смешанной деятельностью, то есть совершать торговые сделки для клиента и предлагать консультации в рамках ограниченного набора инвестиционных опционов. Объем консультаций и ограничения должны быть изложены в договорах с клиентом, заключаемых на начальной стадии отношений с ним. Например, члены и кандидаты должны ставить клиентов в известность о том, что предоставляемые консультации будут сводиться к продуктам фирмы и не будут включать иные продукты, представленные на рынке. Клиентам, желающим получить доступ к более широкой линейке инвестиционных продуктов, будет предоставлена информация, необходимая для того, чтобы не нанимать членов или кандидатов, работающих с данными ограничениями.

Члены и кандидаты, занимающиеся такой совмещенной деятельностью, исполняют свои обязанности посредством рекомендации допустимых продуктов, которые удовлетворяют целям клиента и не превышают границ риска. Заботливость выражается в данном случае путем добросовестного соотнесения нужд клиента с характеристиками рекомендуемого продукта. Члены и кандидаты должны ставить интересы клиента на первое место, пренебрегая интересами фирмы или своими собственными интересами при побуждении к рекомендуемой сделке. Существует множество профессиональных отношений между членами и кандидатами и их клиентами. В соответствии со Стандартом III(A) члены и кандидаты должны исполнять обязанности, предписанные им прямо или опосредованно в договорах с клиентами, в соответствии с их максимальными способностями, а также с лояльностью, благоразумием и заботливостью. Независимо от того, оформляет ли член или кандидат новую секьюритизированную сделку, выполняет ли анализ кредитоспособности, сопровождает ли деятельность открытой акционерной компании, он обязан предоставлять услуги в рамках соглашений с учетом принципов лояльности, благоразумия и заботливости.

Определение реального инвестиционного клиента

Первым шагом для членов и кандидатов в исполнении своей обязанности соблюдения лояльности по отношению к своим клиентам является определение того самого клиента, по отношению к которому необходимо соблюдать лояльность. Так, управляющему инвестициями, который работает с личными активами физического лица, установить такого клиента не составит труда. А в тех случаях, когда управляющий

несет ответственность за портфели пенсионных накоплений или доверительные фонды, его клиентом будет являться не физическое или юридическое лицо, которое наняло его в качестве управляющего, а бенефициары конкретной программы или доверительного фонда. Обязанность соблюдения лояльности возникает по отношению к таким конечным бенефициарам.

В некоторых ситуациях реальный клиент или группа бенефициаров может и не существовать. Так, члены и кандидаты, управляющие фондом методом индексного инвестирования или в соответствии с инвестиционным мандатом, должны соблюдать лояльность, благоразумие и заботливость в отношении инвестирования в соответствии с таким мандатом. Решения, принимаемые управляющим такого фонда, несмотря на то что выгодны для всех инвесторов фонда, не должны основываться на требованиях какого-либо конкретного инвестора и параметрах риска. Обязанность соблюдения лояльности, благоразумия и заботливости по отношению к клиентам, инвестирующим в фонд, является ответственностью членом и кандидатов, выступающих в роли инвестиционных советников для таких физических лиц.

Ситуации с возникновением возможных конфликтов интересов в отношении ответственности перед клиентами могут быть чрезвычайно сложными, поскольку могут охватывать множество конфликтующих интересов.

Обязанность соблюдения лояльности, благоразумия и заботливости относится к широкому кругу людей, занимающих разные должности, но конкретные обязанности варьируются во многом в зависимости от характера отношений с каждым конкретным клиентом и типа конкретного счета, по которому производится управление активами. Члены и кандидаты должны не только ставить свои обязательства перед клиентами на первое место при совершении любых операций, но и стараться избегать любых реальных либо возможных конфликтов интересов.

У членом и кандидатов, чьи должностные обязанности не подразумевают управления прямыми инвестициями, также есть клиенты, чьи интересы следует учитывать. Выступая в роли советников при возникновении различного рода таких отношений, члены и кандидаты должны учитывать свои роли и обязательства при определении своих клиентов. Иногда установить клиента достаточно просто; например, в случае с отношениями между руководителем компании и публичными акционерами фирмы. А бывает и так, что клиентом может быть инвестиционное сообщество в целом, в таком случае цели независимости и объективности исследования становятся превыше цели соблюдения лояльности по отношению к отдельно взятой организации.

Формирование портфеля клиента

Обязанность соблюдения лояльности по отношению к клиентам-частным лицам наиболее важна, поскольку профессиональный управляющий инвестициями обычно владеет более обширными знаниями в сфере инвестиций по сравнению с таким клиентом. Такое неравенство делает частного клиента достаточно уязвимым; клиент должен доверять своему управляющему. В подобных ситуациях управляющий должен гарантировать, что цели и ожидания клиента от работы с его счетом реалистичны и соответствуют материальному положению клиента, а также что риски, применимые к ситуации, оправданны. В большинстве случаев рекомендуемые инвестиционные стратегии должны соотноситься с долгосрочными целями и материальным положением клиента.

Особое внимание следует обратить на то, чтобы цели управляющего инвестициями или фирмы при ведении бизнеса, продаже продуктов, совершении сделок с ценными бумагами не провоцировали конфликт с интересами и целями клиента. В случае, если избежать такого конфликта между интересами своей фирмы и интересами клиента не представляется возможным, члены и кандидаты должны раскрыть клиенту все обстоятельства четко и с изложением фактов.

Члены и кандидаты должны следовать любым инструкциям, предоставленным клиентами по управлению их активами. Некоторые клиенты, например, благотворительные организации и участники программ пенсионных накоплений, имеют строгую политику инвестирования, в соответствии с которой варианты инвестиций ограничены конкретными типами или классами инвестиций либо запрещают инвестирование в определенные ценные бумаги. Другие организации имеют строгие принципы инвестирования, не вводящие ограничения на тип инвестиций, но устанавливающие критерий, связанный с общим риском и доходностью всего портфеля.

В ходе принятия решений по инвестициям необходимо принимать во внимание весь портфель, а не конкретную инвестицию для этого портфеля. Обязательство члена или кандидата считается исполненным в отношении конкретной инвестиции, если частное лицо тщательно обдумало и учло место инвестиции во всем портфеле, риски убытков и возможность заработка, налоговые последствия, диверсификацию, ликвидность, потоки наличности, общие требования по доходности активов или той части активов, которыми занимается его управляющий.

“Мягкие” комиссионные

Управляющий инвестициями часто по своему усмотрению выбирает брокеров для оформления сделок. Возможны конфликты, если управляющий использует брокерскую комиссию для приобретения исследовательских услуг, такая практика получила название “мягкие доллары” или “мягкие комиссионные”. Член или кандидат, уплачивающий повышенную брокерскую комиссию, по сравнению с обычно уплачиваемой им или ею с целью разрешения приобретения товаров или услуг, без соответствующей выгоды для клиента, квалифицируется как нарушение обязанности соблюдения лояльности по отношению к такому клиенту.

В отдельных случаях клиент может дать указания управляющему использовать брокерскую комиссию для приобретения товаров или услуг для клиента, так называемую “направленную” брокерскую комиссию. Поскольку брокерская комиссия является активом клиента и используется с целью получения выгоды для этого клиента, а не его управляющего, данная практика не будет служить нарушением обязанности соблюдать лояльность. Однако член или кандидат обязан стремиться к наилучшей цене и исполнению на наилучших условиях и быть уверен в том, что клиент гарантирует, что товары или услуги, приобретенные за брокерскую комиссию, будут выгодны для бенефициаров счета. Под “исполнением на наилучших условиях” понимается торговля, целью которой является максимальное увеличение стоимости портфеля клиента в рамках заданных клиентом целей и ограничений. Кроме того, член или кандидат должен раскрывать клиенту информацию о том, что клиент может не получить исполнения на наилучших условиях при использовании такой “направленной” брокерской комиссии.

Голосование по доверенности

Обязанность соблюдения лояльности, благоразумия и заботливости должна исполняться в целом ряде ситуаций, в которые может попасть специалист по инвестициям, помимо связанных напрямую с инвестированием активов.

Часть обязанности члена или кандидата соблюдения лояльности включает в себя информированное и ответственное голосование по доверенности. Доверенность на голосование представляет собой экономическую ценность для клиента, и члены и кандидаты должны гарантировать, что они сохраняют и увеличивают эту ценность. Управляющий инвестициями, который не голосует, либо отдает свой голос без учета последствий рассматриваемого вопроса, либо голосует вслепую по вопросам управления или нестандартным организационным вопросам (например, изменение капитализации компании) может нарушить данный стандарт. Голосование по доверенности является неотъемлемой частью управления инвестициями.

Анализ затрат и результатов может показать, что голосование по доверенностям может не приносить клиенту выгоды, потому не всегда необходимо такое голосование. Члены и кандидаты должны раскрывать своим клиентам стратегию голосования по доверенности.

Рекомендации по исполнению обязанностей

Регулярное предоставление информации о счете

Члены и кандидаты, управляющие активами клиента, (1) должны предоставлять каждому клиенту минимум раз в квартал детализированную выписку, которая должна отражать все денежные средства и ценные бумаги, находящиеся на ответственном хранении или во владении члена или кандидата, а также поступившие и списанные со счета суммы, финансовые операции за отчетный период, (2) должны сообщать клиентам, где будут находиться активы, а также предоставлять данные о передвижениях активов, и (3) должны отделять активы клиента от активов других лиц, в том числе своих собственных активов (активов члена или кандидата).

Согласование с клиентом

Если член или кандидат не уверен в выбранных им действиях в отношении клиента, он должен подумывать, чего бы он или она ожидали или требовали, будучи на месте своего клиента. При возникновении сомнений член или кандидат должен в письменном виде изложить клиенту проблемную ситуацию и получить согласие от него.

Принципы работы фирмы

Члены и кандидаты должны принять соответствующие меры к тому, чтобы их фирмы отражали следующие важные моменты в заявлениях и руководствах, касающихся принципов и политик фирм в отношении их обязательств перед клиентами:

- *Соблюдение всех применимых норм и законов:* Члены и кандидаты должны соблюдать все требования законодательства и соответствующие положения Кодекса и Стандартов.
- *Установление инвестиционных целей клиента:* Необходимо навести необходимые справки об опыте инвестирования клиента, рисках и целях доходности, а также финансовых ограничениях, прежде чем давать ему какие-либо рекомендации по инвестициям или предпринимать какие-либо действия по инвестированию.
- *Учет всей информации перед принятием каких-либо мер:* Прежде чем предпринимать какие-либо действия по инвестированию, члены и кандидаты должны учесть уместность и соответствие инвестиции в плане (1) нужд и материального положения клиента, (2) основных характеристик инвестиции и (3) основных характеристик всего портфеля.
- *Диверсификация:* Члены и кандидаты должны диверсифицировать инвестиции с целью снижения риска убытков, за исключением случаев, когда диверсификация противоречит указаниям либо задачам счета.
- *Проведение регулярных проверок:* Члены и кандидаты должны составить график регулярных проверок с целью обеспечения соблюдения инвестициями, находящимися на счету, условий регулирующих документов.
- *Справедливое отношение ко всем клиентам в отношении инвестиционных действий:* Члены и кандидаты не должны ставить одних клиентов выше других, следует также разработать порядок распределения торгов и распространения рекомендаций по инвестициям.
- *Раскрытие данных о конфликтах интересов:* Члены и кандидаты должны раскрывать данные об имеющихся либо потенциальных конфликтах интересов, чтобы клиенты могли оценить эти конфликты.
- *Раскрытие данных о вознаграждениях:* Члены и кандидаты должны информировать клиентов о всех формах вознаграждения для управляющих.
- *Голосование по доверенности:* В большинстве случаев члены и кандидаты должны определить, кто уполномочен голосовать акциями и по доверенности с целью соблюдения максимальных интересов клиента и конечных бенефициаров.
- *Обеспечение конфиденциальности:* Члены и кандидаты обязаны обеспечивать конфиденциальность информации клиента.
- *Стремление к исполнению на наилучших условиях:* Если иное не содержится в указаниях клиента, являющегося конечным бенефициаром, члены и кандидаты обязаны стремиться к исполнению на наилучших условиях в интересах своих клиентов. (Определение “исполнения на наилучших условиях” представлено выше.)
- *Интересы клиента — на первом месте:* Члены и кандидаты должны действовать исключительно в интересах клиентов.

Примеры практического применения Стандарта

Пример 1 (Определение клиентов — участников программы)

Банк First Country Bank выступает в роли доверительного управляющего средствами пенсионных накоплений компании Miller. Конкурирующая компания Newton, Inc намеревается овладеть контролем над компанией Miller путем скупки ее акций. Пытаясь отбить атаки компании Newton, управляющие компании Miller убеждают Джулиана Уили, управляющего инвестициями банка First Country Bank, приобрести обыкновенные акции компании Miller на открытом рынке за средства пенсионных накоплений работников. Представители компании Miller дают понять, что это положительно скажется на отношениях и, возможно, послужит поводом открытия дополнительных счетов в банке. Несмотря на то что Уили осознает, что цена на акции завышена и в нормальных условиях он бы их покупать не стал, он приобретает эти акции, чтобы поддержать управляющих компании Miller, дабы добиться расположения представителей компании и получить новые заказы. Вследствие покупки акций стоимость Miller на рынке возрастает до такой степени, что компания Newton вынуждена отказаться от поглощения.

Комментарий: Согласно Стандарту III(A), член или кандидат в ходе оценки предложения о поглощении должен действовать благоразумно и исключительно в интересах участников программы и бенефициаров. Для этого ему необходимо тщательно оценить долгосрочные перспективы компании в сравнении с краткосрочными в свете предложения о таком поглощении и способности инвестирования во что-либо еще. В данном примере Уили, действуя от имени своего работодателя, выступающего в роли доверительного управляющего пенсионными накоплениями, явным образом нарушил требования Стандарта III(A). Он использовал средства пенсионных накоплений с целью сохранения существующих отношений, возможно, во вред участникам программы пенсионных накоплений и акционерам компании, но при этом с пользой для себя. Обязательства Уили перед участниками данной программы

и бенефициарами должны были превалировать над любыми связями, имеющимися у корпоративных управляющих с его банком, а также над его личными интересами. Уили должен был рассмотреть предложение о поглощении в конкретных обстоятельствах и принять независимое решение. Руководствоваться нужно было принципом уместности решения об инвестировании средств пенсионных накоплений, а не выгодой для Уили или его работодателя.

Пример 2 (Обращение с комиссионными вознаграждениями, уплачиваемыми клиентами)

Компания JNI, успешная фирма, предоставляющая услуги инвестиционного консультирования, выступает в роли управляющего инвестициями средств пенсионных накоплений в нескольких крупных местных компаниях. В своей торговой деятельности компании приходится часто иметь дело с уплатой комиссионных вознаграждений. JNI использует услуги брокеров и множества фирм, проводящих исследования, но большая часть торговых операций проходит через крупную брокерскую компанию Thompson, Inc., поскольку руководители данных компаний являются близкими друзьями. Комиссионные вознаграждения Thompson выше по сравнению с комиссионными других фирм, оказывающих аналогичные услуги. По мнению JNI, услуги по проведению исследований, предоставляемые компанией Thompson, и исполнение являются средними. В обмен на направление JNI к обращению за услугами брокеров компании Thompson, Thompson берет на себя ряд накладных расходов JNI, включая расходы по арендной плате.

Комментарий: Руководители компании JNI нарушают обязательство по неиспользованию комиссионных, уплачиваемых клиентом, не в пользу клиентов компании, а также не соблюдают принцип выбора наилучшей цены и исполнения на наилучших условиях. Поскольку руководители JNI не выполняют обязанность соблюдения лояльности по отношению к клиентам, они нарушают Стандарт III(A).

Пример 3 (Организация работы с брокерами)

Шарлотта Эверетт — испытывающий трудности независимый инвестиционный советник. Она является управляющей инвестициями средств пенсионных накоплений в нескольких компаниях. Брокерская компания Scott, с которой она сотрудничает, намеревается реализовать соглашения с новыми потенциальными клиентами, в соответствии с этими соглашениями Эверетт будет управлять счетами новых клиентов и совершать торговые операции исключительно через компанию Scott. Crayton Corporation, один из уже имеющихся у Эверетт клиентов, дает указание Эверетт проводить сделки с ценными бумагами на счету Crayton только через брокерскую компанию Scott. Но чтобы Scott предложила ей больше новых счетов клиентов, Эверетт также все сделки по счетам других своих клиентов решает проводить через компанию Scott, при этом этих клиентов она не информирует об этом.

Комментарий: Эверетт должна всегда стремиться к наилучшей цене и исполнению на наилучших условиях в отношении всех торгов. Она может проводить торги для новых клиентов только через компанию Scott до тех пор, пока данная брокерская компания предлагает наилучшую цену и исполнение торгов на наилучших условиях либо в случае если новые клиенты в письменной форме подтвердят, что она может не стремиться к наилучшей цене и исполнению на наилучших условиях и что они осведомлены о последствиях таких действий для своих счетов. Эверетт вправе совершать торговые операции для других счетов через компанию Scott в качестве вознаграждения за направление новых клиентов к Эверетт только в том случае, если данная компания может предложить наилучшую цену и исполнение на наилучших условиях для счетов ее клиентов и если данный порядок работы сообщается владельцам счетов. Поскольку Эверетт не ставит в известность своих клиентов о такой направленной торговле, она нарушает Стандарт III(A).

Пример 4 (Организация работы с брокерами)

Эмили Роум является сотрудником траст-отдела компании Paget Trust Company. Руководитель отдела несет ответственность за проверку операций по трастовому счету Роум и ежемесячных отчетов по операциям с именованными акциями. Роум практически всегда пользовалась услугами брокера Натана Грея при проведении брокерских операций по трастовому счету.

Когда Грей “делает рынок”, он предлагает Роум для ее личного счета покупку по более низкой цене, а продажу по более высокой по сравнению с предложением для трастовых счетов и счетов других инвесторов, с которыми работает Роум.

Комментарий: Роум нарушает обязательство соблюдать лояльность по отношению к трастовым счетам банка, поскольку пользовалась брокерскими услугами Грея, потому что тот совершал торговые операции по ее личному счету на более выгодных условиях. Роум поставила свои личные интересы выше интересов своих клиентов.

Пример 5 (Обращение с комиссионными вознаграждениями, уплачиваемыми клиентами)

Лорен Паркер, аналитик компании Provo Advisors, отслеживающая состояние акций Южной Америки для своей фирмы. Она любит посещать страны, рынки которых находятся в ее компетенции, и она решает отправиться в Чили, Аргентину и Бразилию. Поездку оплачивает компания SouthAM, Inc., фирма, занимающаяся исследованиями и имеющая небольшую дочернюю компанию, сочетающую функции брокера и дилера. Данная компания использует клиринговые площадки более крупной брокерской фирмы в Нью-Йорке. Компания SouthAM специализируется на организации поездок в Южную Америку для аналитиков, в ходе которых они могут встретиться с представителями центральных банков, правительства, местными экономистами, а также руководством корпораций. SouthAM принимает в качестве платы за поездку комиссионные доллары в соотношении 2 к 1 от стоимости платы за проведение исследования, причитающейся брокеру. Паркер не уверена, что услуги по исполнению компании SouthAM могли бы выдержать конкуренцию, но она, не сообщая этого своему руководителю, передает управление торговыми операциями Provo в SouthAM, чтобы последняя получала соответствующее комиссионное вознаграждение, а она могла отправиться в поездку. Компания SouthAM подобрала удобное время для поездки Паркер, чтобы та смогла попасть в сезон карнавалов, и Паркер решает остаться еще на пять дней в Рио-де-Жанейро в завершение поездки. Паркер использует комиссионные доллары для оплаты отеля на эти пять дней.

Комментарий: Паркер нарушает Стандарт III(A), поскольку не соблюдает лояльность по отношению к своим клиентам. Ей следовало бы определить, является ли комиссионное вознаграждение, причитающееся SouthAM, обоснованным в плане выгоды от результатов исследований, полученных в ходе поездки. Также ей необходимо было определить, предлагает ли SouthAM исполнение на наилучших условиях и лучшую цену. Кроме всего прочего, пять дней в конце поездки не будут считаться частью исследования, поскольку никак не скажутся на принятии решений по инвестициям. Поэтому расходы на оплату проживания в отеле в эти пять дней не должны оплачиваться из активов клиента.

Пример 6 (Избыточная торговля)

Вида Кнаусс управляет портфелем ряда состоятельных частных лиц. Основную часть ее гонорара за управление инвестициями составляют комиссионные вознаграждения за торговые операции. Кнаусс осуществляет обширную торговлю по каждому из своих клиентов, чтобы гарантированно достичь минимального уровня комиссионного вознаграждения, установленного ее фирмой. Несмотря на то, что ценные бумаги, которые она покупала и продавала, отвечали требованиям клиентов и подходили по категориям активов, число торговых операций по каждому счету превышает необходимое для достижения инвестиционных целей клиентов.

Комментарий: Кнаусс нарушила Стандарт III(A), поскольку использовала активы своих клиентов с целью получения выгоды для своей фирмы и для себя лично.

Пример 7 (Порядок работы со счетами членов своей семьи)

Адам Дилл недавно начал работать в качестве управляющего активами в New Investments Asset Managers. Чтобы помочь Диллу пополнить список клиентов, его отец и брат открыли у него новые платные счета. Дилл в соответствии с требованиями фирмы сообщил о своем родстве с данными клиентами, а также указал данный факт в инвестиционной декларации.

Несколько лет спустя число клиентов Дилла увеличилось, но он все еще управляет теми изначально созданными счетами членов своей семьи. На рынке производится первичное публичное размещение акций (IPO). Данная инвестиция была бы подходящей для многих его клиентов, в том числе и его брата. Диллу не удалось получить запрошенный объем акций, и он во избежание конфликта интересов не выделяет акции для счета своего брата.

Комментарий: Дилл нарушил Стандарт III(A), поскольку действовал в интересах не всех своих клиентов, проигнорировав счет своего брата. Счет его брата является обычным платным счетом, таким же, как и у остальных его клиентов. Дилл действовал в ущерб конкретному клиенту, не распределив акции пропорционально между всеми счетами клиентов, для которых эти акции являлись подходящими.

Дилл поступил бы правильно, не выделив акции своему брату, если бы его счет обслуживался на каких-либо особых условиях.

Пример 8 (Определение клиента)

Донну Хенсли наняла юридическая фирма для дачи показаний в качестве эксперта. Несмотря на то что свидетельские показания представляют собой предоставление независимой консультации, ее волнует то,

что ее работа может иметь негативные последствия для юридической фирмы. Если юридическая фирма является клиентом Хенсли, каким образом ей в заключении своей экспертизы не нарушить обязанность соблюдать лояльность, благоразумие и заботливость по отношению к клиенту?

Комментарий: В данной ситуации юридическая фирма выступает в роли работодателя Хенсли и момент “кто является клиентом” является не четко выраженным. Выступая в роли эксперта, Хенсли обязана соблюдать стандарт, касающийся независимости и объективности, как это должен делать, например, независимый аналитик. Хенсли должна не допустить вмешательства юридической фирмы в проведение экспертизы для судебного разбирательства.

Пример 9 (Определение клиента)

Джон Миллер является управляющим портфелем взаимного фонда. Данный фонд ориентирован на глобальный сектор финансовых услуг. Ванда Спирс является частной управляющей активами состоятельных клиентов в том же городе, где работает Миллер. Спирс и Миллер — друзья. На одном из собраний в Институте CFA, Спирс сообщает Миллеру, что ее новый клиент является инвестором фонда, находящегося в управлении Миллера. Она утверждает, что теперь у них обоих имеется одно и то же обязательство в отношении этого клиента.

Комментарий: Утверждение Спирс не совсем верно. Так как она предоставляет услуги консультирования своему новому клиенту, только она имеет обязанность соблюдать лояльность по отношению к этому клиенту.

Задачей Миллера является управление фондом в соответствии с инвестиционной декларацией данного фонда. На его действия не должны влиять нужды конкретного инвестора этого фонда.

Пример 10 (Лояльность по отношению к клиенту)

Тереза Нгуен, инвестиционный аналитик, предоставила данные по счетам клиента во внешние отделы, но при оформлении окончательного варианта для отправки клиентам, она заметила, что в отчете системой была пропущена одна торговая операция. Исправление данной ошибки привело к тому, что результаты оказались убыточными для клиента. А данный клиент был близок к тому, чтобы расторгнуть договор с фирмой в связи с неудовлетворительной работой в предыдущие отчетные периоды. Нгуен осознает, что данная информация будет иметь негативные последствия, но все же сообщает соответствующим лицам, что отчет необходимо исправить перед отправкой клиенту.

Комментарий: Действия Нгуен соответствуют требованиям Стандарта III(A). Даже несмотря на то, что исправление ошибки в отчете может привести к разрыву отношений клиента с фирмой, сокрытие информации об ошибке в отчете будет совершенно не в интересах клиента.

Стандарт III(B). Справедливость в отношениях с клиентами

В рамках подготовки инвестиционного анализа, рекомендаций и решений, а также иной профессиональной деятельности члены и кандидаты обязаны действовать справедливо и беспристрастно.

Руководство по применению

Основные вопросы:

- *Рекомендации по инвестированию*
- *Инвестиционные действия*

Согласно Стандарту III(B) члены и кандидаты обязаны соблюдать справедливость по отношению ко всем клиентам при предоставлении рекомендаций по инвестированию, при внесении существенных изменений в данные ранее рекомендации, а также при совершении любых инвестиционных действий, касающихся приобретения нового выпуска либо дополнительного размещения ценных бумаг. Только такое справедливое отношение ко всем сторонам может сохранить доверие инвесторов к профессии управляющего инвестициями.

Если у инвестиционного советника имеется несколько клиентов, он рискует отдавать предпочтение каким-либо из его клиентов. Подобные предпочтения могут проявляться в различных формах, начиная с качества и своевременности предоставляемых услуг и заканчивая распределением возможностей инвестирования.

“Справедливое отношение” означает, что член или кандидат обязан делать все возможное, чтобы не ущемлять интересы клиентов при предоставлении рекомендаций по инвестированию либо совершении любых инвестиционных действий. Стандарт III(B) не предусматривает “равнозначного отношения”, поскольку члены или кандидаты могут не иметь возможности связаться со всеми своими клиентами в абсолютно один и тот же момент времени любым способом, будь то почтовая, телефонная связь (включая текстовые сообщения), компьютер (сообщение информации через Интернет и посредством электронной почты), факсимильная связь (факс) либо телеграфный способ. У каждого из клиентов свои нужды, критерии инвестирования, задачи инвестирования, поэтому не все возможности инвестирования могут подходить всем без исключения клиентам. Кроме того, может быть так, что члены и кандидаты предоставляют индивидуальные, более специализированные или емкие услуги клиентам, желающим оплачивать улучшенное обслуживание по повышенным ставкам за услуги управления инвестициями или брокерские услуги повышенной категории. Члены и кандидаты могут дифференцированно подходить к предоставлению услуг своим клиентам, но при этом различие в уровне предоставления услуг не должно наносить ущерб клиентам либо оказывать на них отрицательное влияние. Кроме того, информацию о различиях в уровнях обслуживания необходимо раскрывать всем клиентам, а также потенциальным клиентам. Выбор уровня обслуживания должен быть доступен для всех клиентов (т.е. недопустим избирательный подход при предоставлении уровней услуг).

Стандарт III(B) регулирует профессиональное поведение в двух категориях, имеющих достаточно широкое определение, — рекомендации по инвестированию и инвестиционные действия.

Рекомендации по инвестированию

Первая категория поведения относится к членам и кандидатам, занимающимся в первую очередь подготовкой рекомендаций по инвестированию, которые будут представлены неограниченному кругу лиц или внутри фирмы для использования другими людьми в ходе принятия инвестиционных решений. Данная группа включает в себя членов и кандидатов, чьими работодателями являются фирмы, предоставляющие услуги инвестиционного консультирования, консалтинговые фирмы, а также банки, брокерские фирмы, страховые компании. Критерием включения в эту группу будет основная обязанность члена или кандидата подготавливать рекомендации, которыми должны руководствоваться другие лица, в том числе сотрудники организации, в которой состоит данный член или кандидат.

Рекомендация по инвестированию — это заключение члена или кандидата в отношении покупки, продажи или владения конкретным активом или иной инвестицией. Данное заключение может быть представлено заказчиком или клиентам в рамках подробного первоначального отчета по исследованию, краткого обновленного отчета, путем добавления либо удаления пунктов из списка рекомендуемых активов либо просто в рамках устного общения. Рекомендация, сообщаемая любым лицам за пределами организации, будет считаться общим распространением в соответствии со Стандартом III(B).

Стандартом III(B) устанавливается порядок сообщения клиентам рекомендаций по инвестированию либо изменений в данные ранее такие рекомендации. В обязанности каждого члена или кандидата входит

обеспечение максимально справедливого сообщения информации всем клиентам таким образом, чтобы все имели равные возможности в использовании данной рекомендации. Единообразное общение со всеми клиентами является проблемой с практической точки зрения в связи с различиями в сроках и методах общения с различными заказчиками и клиентами. Члены и кандидаты должны стимулировать свои фирмы к созданию системы, которая учитывала бы интересы всех сторон и не допускала избирательного или дискриминационного раскрытия информации, а также должны доводить до сведения клиентов информацию о способах предоставления рекомендации.

Обязанность по отношению к клиентам, налагаемая Стандартом III(B), может быть более значимой в случае сообщения изменений в уже данные рекомендации по сравнению с первоначальными рекомендациями. Существенные изменения, вносимые в ранее представленные рекомендации по инвестированию на основании последующего исследования, необходимо довести до сведения всех текущих клиентов. Особое внимание следует уделить сообщению такой информации тем клиентам, которые, по мнению члена или кандидата, уже действовали в соответствии с рекомендацией либо на которых данная рекомендация оказала какое-либо влияние. Клиентов, которые не были в курсе внесения изменений в рекомендацию члена или кандидата и которые разместили заявки, противоречащие текущей рекомендации, необходимо уведомить об изменениях в рекомендации до принятия заявки.

Инвестиционные действия

Вторая категория поведения относится к тем членам и кандидатам, чьей основной компетенцией является совершение инвестиционных действий (управление портфелем) на основе рекомендаций, разработанных внутри фирмы либо полученных из внешних источников. Инвестиционные действия наравне с рекомендациями по инвестированию могут оказать влияние на рыночную стоимость. Поэтому Стандарт III(B) требует от членов и кандидатов справедливого отношения ко всем клиентам с учетом задач инвестирования и их финансового состояния.

Например, инвестируя в новые ценные бумаги, предлагаемые к продаже, или вторичные выпуски, члены и кандидаты должны распределить выпущенные ценные бумаги между всеми заказчиками, для которых данные инвестиции будут подходящими, в соответствии с порядком распределения пакетов акций, принятым в фирме. Если акций было выпущено меньше, чем поступило заявок, их необходимо пропорционально распределить между всеми подписчиками. Распределение следует проводить полными лотами во избежание наличия неполных лотов. Кроме того, в случае превышения суммы подписки членам и кандидатам, а также членам их семей следует воздержаться от покупки, чтобы акции дополнительной эмиссии были доступны клиентам. Если же управление счетами членов семей специалистов по инвестированию производится на тех же условиях, что и обычных клиентов фирмы, то их счета должны быть допущены к покупке таких акций. Члены и кандидаты должны прилагать максимальные усилия к справедливому и беспристрастному отношению ко всем частным и институциональным клиентам. Член или кандидат может исполнять несколько должностных функций в одной организации, например, может выступать в роли доверительного управляющего, управляющего фонда пенсионных накоплений, управляющего средствами частных лиц, являющихся работниками заказчика, кредитного специалиста или кредитора.

Член или кандидат обязан следить за тем, чтобы его отношение ко всем клиентам было справедливым.

Члены и кандидаты обязаны раскрывать своим текущим и потенциальным клиентам документально установленный порядок распределения, действующий в фирме, а также сообщать им, каким образом данный порядок повлияет на них. Информация, предоставляемая клиентам, должна быть понятной и полной, чтобы клиент мог принять взвешенное решение по инвестированию. Даже после полного раскрытия информации члены и кандидаты обязаны ставить интересы своих клиентов выше своих собственных интересов. Согласие клиента на заведомо несправедливое распределение ни в коем случае не отменяет обязанности соблюдения справедливости и лояльности по отношению к клиентам.

Справедливое отношение к клиентам также означает, что члены и кандидаты не должны использовать свое служебное положение в ущерб своим клиентам. Например, в случаях первичного размещения акций члены и кандидаты обязаны честно и добросовестно проводить свободное распределение ценных бумаг "горячего" выпуска (т.е. ценных бумаг, стоимость которых возрастает выше номинала для открытой продажи на вторичном рынке каждый раз, когда такая торговля начинается в связи с высоким спросом). Членам и кандидатам запрещается удержание таких ценных бумаг в личных интересах, а также запрещается их использование в качестве вознаграждения и поощрения с целью получения выгоды.

Рекомендации по исполнению обязанностей

Разработка политик компании

Несмотря на то что Стандарт III(B) касается обязанности самих членов и кандидатов относиться справедливо и беспристрастно ко всем клиентам, члены и кандидаты должны также добиваться установления в своих фирмах порядка, согласно которому все работники, ответственные за предоставление рекомендаций по инвестированию и совершающие инвестиционные действия, должны также справедливо относиться ко всем заказчикам и клиентам. По меньшей мере, членам или кандидатам необходимо рекомендовать соответствующий порядок руководству фирмы, если таковой отсутствует. Также член или кандидат должен поставить руководство в известность о риске нарушения принципа справедливого отношения в фирме, в случае если вдруг ему станет известно об этом.

Формальная сторона и сложность такого порядка определяются типом и размером организации и типом ценных бумаг, с которыми ведется работа.

Инвестиционный советник, являющийся индивидуальным предпринимателем и ведущий только доверительные счета, может и не сообщать свои рекомендации неограниченному кругу лиц, но у такого советника должен быть письменно установленный порядок, согласно которому по всем клиентам будут справедливым образом совершены инвестиционные действия.

Согласно принципам добросовестной деловой практики первоначальные рекомендации следует давать всем заказчикам, проявившим заинтересованность. Несмотря на то что члену или кандидату не нужно доводить рекомендацию до сведения всех заказчиков, процесс отбора для получения такой рекомендации должен быть основан на соответствии требованиям заказчика и его заинтересованности, а не каком-либо приоритетном или привилегированном положении относительно других. В соответствии с общепринятой практикой обеспечения максимальной справедливости при совершении сделок необходимо одновременно сообщать рекомендации в пределах своей фирмы и заказчикам.

Члены и кандидаты должны учитывать следующие моменты при разработке порядка соблюдения справедливости:

- *Ограничение числа посвященных лиц:* Члены и кандидаты должны принимать разумные меры по ограничению числа лиц, посвященных в то, что рекомендация будет разглашаться.
- *Сокращение временного промежутка между решением и разглашением:* Члены и кандидаты должны принимать разумные меры с целью ограничения времени, проходящего между принятием решения дать рекомендацию по инвестированию и моментом разглашения такой рекомендации. Пока готовится к публикации подробная корпоративная рекомендация, что может занять две-три недели, раньше может быть опубликован краткий обзорный отчет с выводами. В учреждениях, где такая рекомендация подлежит утверждению со стороны комитета по исследованиям и комитета по инвестиционной политике, собрания желательно проводить в один день. Процедура проверки отчетов (или заключений), печати и отправки их по почте, факсу либо рассылка посредством электронной почты также занимает какое-то время, иногда достаточно продолжительное. В крупных фирмах, где принято проводить тщательный анализ отчетов, временной фактор не входит в компетенцию аналитика, занимающегося подготовкой отчета. Таким образом, многие фирмы и их аналитики сообщают заказчикам и сотрудникам фирмы новые рекомендации или изменения в существующие в виде краткого обновленного отчета или оперативного отчета. Сообщение информации по рекомендациям может производиться посредством факса, электронной почты, телеграммы или краткого письменного сообщения.
- *Разработка инструкций по неразглашению неопубликованных рекомендаций:* Члены и кандидаты должны способствовать разработке в своих фирмах инструкций, запрещающих сотрудникам, осведомленным о содержании рекомендаций по инвестированию, обсуждать с кем-либо рекомендацию, находящуюся на стадии разработки, либо предпринимать какие-либо действия, руководствуясь такой рекомендацией.
- *Одновременное разглашение:* С целью соблюдения справедливости по отношению к клиентам члены и кандидаты должны разработать порядок выбора времени разглашения рекомендаций по инвестированию таким образом, чтобы все клиенты получили информацию примерно в один и тот же момент. Например, если фирма собирается объявить новую рекомендацию, руководящему персоналу следует назначить время, чтобы у одних клиентов не возникло несправедливого преимущества перед другими. Сообщение рекомендации в филиалы фирмы следует производить одновременно с общим разглашением. (В случае необходимости объявление о сообщении новой рекомендации следует сопроводить предупреждением о вступлении в силу ограничений по проведению торговых операций сотрудниками фирмы. Ограничения должны действовать до момента сообщения рекомендации соответствующим заинтересованным клиентам.) Сразу же по завершении распределения рекомендации член или кандидат

может предпринять последующие действия отдельно по тем или иным клиентам, но запрещается сообщать избранным клиентам предварительной информации, в случае если подобное сообщение может навредить другим клиентам.

- *Ведение списка клиентов и их авуаров:* Члены и кандидаты должны вести список всех клиентов и их ценных бумаг и иных инвестиций для организации процесса информирования заказчиков и клиентов об изменениях, вносимых в рекомендации по инвестированию. В случае необходимости продажи конкретной ценной бумаги или иной инвестиции такой список поможет гарантировать, что все держатели справедливо проинформированы о необходимости ликвидации той или иной инвестиции.
- *Разработка и документирование порядка распределения торговых сделок:* Членами и кандидатами должен быть разработан ряд базовых принципов в отношении порядка распределения сделок с целью обеспечения:
 - справедливости по отношению к клиентам советников по инвестициям как в плане порядка очередности исполнения заявок, так и распределения цены, полученной в ходе исполнения пакетных заявок или сделок,
 - своевременности и эффективности исполнения заявок,
 - точности учета данных членом или кандидатом по заявкам на сделки и операциям по счетам клиента.

На базе данных принципов членам и кандидатам необходимо разработать либо побудить руководство своих фирм к разработке письменно установленного порядка распределения. Особое внимание необходимо уделить порядку распределения пакетных сделок и новых выпусков ценных бумаг. Порядком должны устанавливаться следующие моменты:

- необходимость документирования и привязки ко времени заявок, изменений в заявки, отмен заявок;
- обработка и исполнение заявок по принципу “первым поступил — первым обработан” с учетом формирования групп заявок, по соображениям эффективности, исходя из классов активов или ценных бумаг;
- разработка политики в отношении таких вопросов, как вычисление цен исполнения и частичных исполнений для случаев, когда сделки группируются или исполняются пакетом из соображений эффективности;
- назначение для всех счетов клиентов, участвующих в пакетной сделке, одинаковой цены исполнения и одинаковых комиссионных вознаграждений;
- когда исполнена не вся сумма пакетной заявки, распределение частично исполненных заявок между участвовавшими счетами клиентов производится пропорционально размеру заявки, но не менее установленного минимального размера лота для некоторых ценных бумаг (например, облигаций);
- при распределении сделок по новым выпускам ценных бумаг необходимо получить предварительные сведения об интересе к новым ценным бумагам, распределяя сделки по клиентам (а не по портфельным управляющим) и обеспечивая метод вычисления для распределения.

Раскрытие информации о распределении сделок

Члены и кандидаты должны раскрывать клиентам и потенциальным клиентам информацию о том, каким образом они производят отбор счетов для участия в заявке и каким образом они определяют количество ценных бумаг, которые будут покупаться или продаваться по каждому счету. Порядок распределения сделок должен быть справедливым и беспристрастным, а раскрытие методов несправедливого распределения не освобождает члена или кандидата от обязательства соблюдения справедливости.

Регулярная проверка счетов

Руководители членов и кандидатов должны регулярно проверять счета, чтобы исключить случаи приоритетного обслуживания отдельных заказчиков или клиентов, а также чтобы удостовериться, что инвестиционные действия по счетам соответствуют целям этих счетов. Поскольку инвестиции производятся с учетом нужд и материального положения конкретного клиента, управляющий инвестициями может иметь все основания для помещения необходимой ценной бумаги или иной инвестиции на один счет и в то же время продажи ее с другого счета и должен полностью документировать обоснование для обеих сторон сделки. При этом члены и кандидаты должны способствовать тому, чтобы их фирмы устанавливали процедуры проверки с целью выявления случаев торговли со счета в интересах какого-либо привилегированного клиента.

Сообщение информации о различиях в уровнях обслуживания

Члены и кандидаты обязаны сообщать всем клиентам о различных уровнях обслуживания, с одинаковым или разным уровнем платы, если такая дифференциация предусмотрена их организацией. Запрещается избирательное предоставление уровней обслуживания клиентам.

Примеры практического применения Стандарта

Пример 1 (Избирательный подход при раскрытии информации)

Брэдли Эймс — известный и уважаемый аналитик, в сфере компетенции которого находится компьютерная отрасль. В ходе исследования он обнаруживает, что небольшая малоизвестная компания, акции которой торгуются вне биржи, только что подписала значимые контракты с некоторыми из компаний, которые он сопровождает. Изучив данную ситуацию, Эймс решает написать отчет об исследовании данной небольшой компании и рекомендовать ее акции к покупке. В то время, пока его отчет проверяет компания на предмет точности изложения фактов, Эймс назначает встречу за завтраком нескольким из своих любимых клиентов, чтобы обсудить эту компанию. За завтраком он упоминает рекомендацию о покупке, которая будет отправлена в начале следующей недели всем клиентам фирмы.

Комментарий: Эймс нарушил Стандарт III(B), поскольку сообщил за завтраком некоторым своим клиентам информацию о предстоящей рекомендации к покупке акций до того момента, как данная рекомендация будет направлена всем клиентам.

Пример 2 (Справедливое распределение между фондами)

Спенсер Риверс, президент корпорации XYZ, переводит пенсионный фонд его компании, ориентированный на акции с потенциалом роста, в определенный банк в основном в связи с отличными результатами инвестирования, которые продемонстрировал смешанный фонд банка за предыдущие пять лет. Затем Риверс сравнивает результаты по своему пенсионному фонду с результатами смешанного фонда банка. Он шокирован, узнав что, несмотря на то что эти два счета имеют одинаковые задачи инвестирования и аналогичные портфели, пенсионный фонд его компании значительно отстает от смешанного фонда банка. На одной из встреч с управляющей пенсионного фонда Риверс узнает, что согласно установленному порядку в случае размещения новой ценной бумаги в списке рекомендуемых Морган Джексон, управляющая пенсионным фондом, сначала покупает эту ценную бумагу для счета смешанного фонда, а затем уже производит покупку пропорционально для других счетов пенсионных фондов. Аналогичным образом, если рекомендуется продажа, ценная бумага продается сначала со счета смешанного фонда, а затем пропорционально со всех остальных счетов. Также Риверс узнает, что если банку не удастся получить достаточное количество акций (особенно в случае “горячих” выпусков), которые были бы нужны всем счетам, то новые выпуски размещаются только для счета смешанного фонда.

Заметив недовольство Риверса таким порядком, Джексон тут же добавляет, что недоверительные счета пенсионных фондов и доверительные счета частных лиц имеют более низкий приоритет при покупке и продаже по рекомендациям по сравнению с доверительными счетами пенсионных фондов. К тому же Джексон заявила, что у пенсионного фонда компании была возможность инвестировать до 5% в смешанный фонд.

Комментарий: Политика банка не является справедливой в отношении всех его клиентов, и Джексон нарушила свою обязанность по отношению к своим клиентам, поскольку поставила в приоритет смешанный фонд относительно других фондов, а также отдавала предпочтение доверительным счетам в ущерб недоверительным. Джексон должна исполнять заявки на систематической основе, что будет справедливо по отношению ко всем клиентам. Кроме того, порядок распределения сделок необходимо доводить до сведения всех клиентов на том этапе, когда те становятся клиентами. Но в данном случае раскрытие политики банка не повлияло бы на факт несоблюдения справедливости.

Пример 3 (Справедливость и распределение акций при IPO)

Доминик Моррис является сотрудником небольшой дилерской фирмы, осуществляющей торговлю ценными бумагами. В его обязанности входит ведение финансовой деятельности организации и инвестирование для институциональных клиентов. Компания Arena, Ltd. планирует стать публичным акционерным обществом. Партнеры обеспечили себе право покупки франшизы мини-футбольной лиги и планируют использовать средства от выпуска акций для завершения покупки. Поскольку мини-футбол невероятно популярен в данный момент, Моррис уверен, что эти новые акции резко подскочат в цене сразу после появления. Он потихоньку выторговал для себя несколько опционов за то, что убедит Arena провести финансирование через его дилерскую фирму. Когда он попытался выявить заинтересованность, институциональные покупатели превысили намеченную сумму подписки. Моррис, полагая, что благодаря финансовому потенциалу этих учреждений акции вырастут, исполняет все заявки (включая свою собственную) и сокращает институциональные пакеты.

Комментарий: Моррис нарушил Стандарт III(B), так как не ко всем клиентам относился справедливо. Ему не нужно было выделять себе акции, он должен был распределить акции пропорционально между всеми клиентами. Кроме того, он должен был раскрыть своей фирме и своим клиентам сведения об опционах в рамках сделки. [См. Стандарт VI(A) — Раскрытие информации о конфликтах].

Пример 4 (Справедливость при распределении сделок)

Эленор Престон, главный инвестиционный директор Porter Williams Investments (PWI), небольшой компании по управлению денежными средствами, пыталась удержать клиента — компанию Colby. Руководство компании Colby, работа с чьими счетами приносит большую часть выручки PWI, некоторое время назад обратилось к Престон с предупреждением, что если показатели эффективности по их счетам не улучшатся, им придется найти нового управляющего денежными средствами. Вскоре после этого Престон покупает ипотечные ценные бумаги (ИЦБ) для нескольких счетов, в числе которых счета Colby. В тот день она была занята проведением операций и не успела распределить сделки и выписать торговые билеты. Несколько дней спустя в ходе распределения сделок Престон замечает, что некоторые ИЦБ значительно выросли в цене, а некоторые, наоборот, упали. Она решает отнести более выгодные сделки на счета Colby, а остальные распределить между другими счетами PWI.

Комментарий: Престон нарушила Стандарт III(B), поскольку не соблюдала справедливость по отношению к своим клиентам в ходе описанных инвестиционных действий. Престон следовало бы распределить сделки до начала исполнения заявок, либо у нее должен был быть какой-либо системный подход к распределению сделок, например, пропорциональное распределение в разумно кратчайший срок после их исполнения. Помимо всего прочего, Престон должна была раскрыть клиенту информацию о том, что советник может выступать в качестве брокера для обеих сторон, получать комиссионное вознаграждение от обеих сторон и возможен конфликт интересов в отношении обеих сторон при исполнении кросс-сделок. После раскрытия такой информации ей необходимо было заблаговременно получить от клиента согласие на исполнение таких сделок.

Пример 5 (Избирательный подход при раскрытии информации)

Компания Saunders Industrial Waste Management (SIWM) сообщает аналитикам, что ее не смущает несколько неутешительный квартальный прогноз по прибыли на акцию в 1,16 долл. США. Бернард Робертс, аналитик компании Coffey Investments, уверен, что руководство SIWM занизило прогнозируемую прибыль, чтобы потом объявление реальной прибыли вызвало волну приятного удивления, что в свою очередь приведет к росту цены на акции компании. По слухам, оценка прибыли согласно обширным исследованиям и мнениям опытных аналитиков значительно превышает цифру в 1,16 долл. США. Робертс в своем аналитическом отчете для клиентов компании Coffey указывает цифру 1,16 долл. США, но подсказывает своим крупным клиентам неофициально, что он думает, что прибыль на акцию будет выше и, соответственно, покупка акций компании SIWM, по его мнению, будет выгодной.

Комментарий: Робертс не сообщил всем клиентам информацию о возможном значительном росте прибыли, которая, по его мнению, должна превзойти аналитические ожидания, Робертс нарушил обязанность соблюдения справедливости по отношению ко всем клиентам и, соответственно, нарушил требования Стандарта III(B).

Пример 6 (Предоставление дополнительных услуг отдельным клиентам)

Цзенпинь Вэнь отправляет новую рекомендацию всем своим клиентам по электронной почте. Затем он звонит трем крупным институциональным клиентам, чтобы обсудить эту рекомендацию более подробно.

Комментарий: Вэнь не нарушил Стандарт III(B), поскольку он отправил рекомендацию всем клиентам и предоставил полную информацию всем клиентам до того, как собрался обсуждать отдельные ее моменты с избранными клиентами. Наиболее крупные клиенты Вэнь получили дополнительные услуги индивидуально, так как, по всей видимости, заплатили большую сумму вознаграждения либо доля их активов, находящихся под управлением Вэнь, больше по сравнению с остальными клиентами. Если бы Вэнь обсудил этот отчет с рекомендациями с избранной группой клиентов до того, как он отправил его всем клиентам, то он бы нарушил требования Стандарта III(B).

Пример 7 (Распределение с учетом минимального размера лота)

Линн Хэмптон является уважаемой в своих кругах управляющей частными капиталами самых разных клиентов. Компания Healthy Pharmaceuticals предлагает новые долгосрочные облигации (на 10 лет), которые, по мнению Хэмптон, подходят для пяти ее клиентов. Трое из этих клиентов оставляют заявку на

покупку на 10 тыс. долл. США, и двое других по 50 тыс. долл. США. Установленный минимальный размер лота составляет 5 тыс. долл. США, и на момент размещения эмиссия превысила лимит подписки. В соответствии с политикой фирмы необходимо избегать распределения нестандартными лотами, особенно ниже минимального размера, поскольку это может сказаться на ликвидности ценных бумаг на момент продажи.

Хэмптон сообщает, что она получит облигации только на сумму 55 тыс. долл. США для всех счетов. Она распределяет инвестиции следующим образом: на три счета с заявкой по 10 тыс. долл. США она помещает облигации на сумму по 5 тыс. долл. США, а на два с заявкой на 50 тыс. долл. США — по 20 тыс. долл. США на каждый.

Комментарий: Хэмптон не нарушила требований Стандарта III(B), несмотря на то что распределила облигации не совсем пропорционально, основываясь на минимальном размере лота. Имея сумму к распределению меньше, чем была запрошена, она распределила инвестиции таким образом, чтобы каждый клиент получил облигации на сумму, кратную минимальному размеру лота и не менее минимального размера лота. Благодаря этому у клиентов не возникнет трудностей при продаже этих облигаций в будущем, если потребуется.

Пример 8 (Избыточная торговля)

Лин Чан управляет многими счетами средств пенсионных накоплений, в числе которых и средства пенсионных накоплений работодателя его отца. Чан разработал сходную, но не идентичную политику инвестирования для своих клиентов, таким образом, их портфели инвестиций практически одинаковы. С целью сокращения расходов на управление средствами пенсионных накоплений своего отца он намеренно совершает сделки со счетов других клиентов чаще, чтобы обеспечить достаточную сумму комиссионного вознаграждения за услуги брокеров, которая гарантирует бесплатное проведение исследования, что важно для всех пенсионных счетов.

Комментарий: Чан нарушил Стандарт III(B), поскольку его действия ставили в невыгодное положение одних клиентов, в то время как другим он отдавал предпочтение. Исследования, несомненно, выгодны для всех клиентов, но и все они должны справедливо нести расходы по таким исследованиям.

Но это не значит, что необходимо совершать дополнительные сделки, если клиент не заплатил свою часть расходов на комиссионное вознаграждение; сделки должны быть обоснованы выбранной стратегией.

Пример 9 (Сообщение информации посредством социальных сетей)

Мери Бердетт недавно приняла на должность младшего аналитика автомобильной отрасли в компанию Fundamental Investment Management (FIM). В ее обязанности входит работа по продвижению фирмы в социальных сетях, так как Бердетт является активным пользователем социальных сетей, в числе которых Facebook, LinkedIn и Twitter. Несмотря на то что Джо Граф, руководитель Бердетт, не пользуется социальными сетями, он поручает Бердетт исследовать возможности расширения присутствия компании FIM в сетях и доведения до сведения клиентов информации посредством социальных сетей. В соответствии с данным поручением Бердетт разрабатывает предложение, подробно описывая преимущества наличия страницы компании в Twitter и Facebook.

В ходе проведенного исследования автомобильной отрасли для FIM Бердетт пишет отчет о финансовых последствиях новой технологии компании Sun Drive Auto Ltd., заключающейся в использовании солнечной энергии для небольших авто. Данный отчет является первым ее отчетом для компании FIM, и, по ее мнению, технология использования солнечной энергии Sun Drive станет прорывом в автомобильной промышленности. На эмоциях Бердетт публикует запись в микроблоге FIM в Twitter, рекомендуя акции Sun Drive Auto к покупке.

Комментарий: Бердетт нарушила Стандарт III(B) тем, что отправила рекомендацию по инвестированию избранной группе клиентов, т.е. читателей Twitter, до того как ее содержание доведено до сведения всех ее клиентов. Бердетт необходимо было ознакомиться с политикой и порядками, установленными в компании FIM, в том числе в отношении использования личных страниц в социальных сетях в служебных целях.

Подробнее об обязанностях руководителя см. Стандарт IV(C).

Пример 10 (Справедливое отношение к клиентам)

Пол Роув, специалист по оценке эффективности компании Alpha-Beta Investment Management, занимающейся управлением инвестициями, рассматривая два новых отчета главного директора по инвестициям, предлагает доработать их с учетом обязанности фирмы соблюдать справедливость по отношению к клиентам. В связи с тем, что многие клиенты фирмы имеют сходные задачи инвестирования и портфели, Роув предлагает составлять отчет с указанием ценных бумаг, имеющихся у нескольких

клиентов, а также процент портфелей, в которых есть данная ценная бумага. Во втором отчете предлагает представлять сравнительные данные по показателям портфелей с похожими стратегиями за месяц. Выделяющиеся значения по каждому отчету Роув предлагает направлять на проверку главному директору по инвестициям.

Комментарий: Работая в должности специалиста по оценке эффективности, Роув практически не общается с клиентами напрямую, потому ему не приходится по-разному относиться к ним. Отчеты, рекомендованные им, соответствуют Стандарту III(B), помогая фирме проверять постфактум эффективность работы советников фирмы с портфелями клиентов. Отчеты об оценке справедливого отношения к клиентам также являются важным инструментом контроля соблюдения обязанности справедливого отношения к клиентам.

Стандарт III(C). Уместность

1. При оказании консультационных услуг клиентам члены и кандидаты обязаны:

- a) Прежде чем давать рекомендации или осуществлять инвестиционную деятельность, наводить в разумных пределах справки о клиенте или потенциальном клиенте, его квалификации в области инвестиций, целевых показателях риска и доходности и ограничениях финансового характера, а также регулярно пересматривать информацию такого рода.
- b) Прежде чем давать рекомендации или осуществлять инвестиционную деятельность удостовериться в том, что инвестиции соответствуют финансовому положению клиента, его целям, изложенным в письменной форме, поставленной задаче и применимым ограничениям.
- c) Оценивать соответствие инвестиций нуждам клиента на основе анализа всего инвестиционного портфеля.

2. В случае управления портфелем исходя из оговоренной задачи, стратегии или характера инвестиций члены и кандидаты обязаны вырабатывать инвестиционные рекомендации или решения исключительно в соответствии с поставленными целями и применимыми ограничениями.

Руководство по применению

Основные вопросы:

- *Подготовка инвестиционной декларации*
- *Понятие профиля риска клиента*
- *Обновление инвестиционной декларации*
- *Необходимость диверсификации*
- *Порядок обращения с запросами, поданными по инициативе клиента*
- *Индексное инвестирование и инвестиционный мандат*

В соответствии со Стандартом III(C) члены и кандидаты, предоставляющие услуги по инвестиционному консультированию, должны учитывать потребности, финансовое положение и цели своих клиентов при определении пригодности и уместности конкретной инвестиции либо направления действий по инвестированию. Однако определение обоснованной уместности не поможет избежать обесценивания некоторых инвестиций или действий по инвестированию.

Оценивая уместность предполагаемой инвестиции, необходимо учитывать многие показатели знаний клиента, его опыта в области инвестирования, а также его финансового положения.

Эти показатели, помимо всего прочего, также включают профиль риска инвестиции, сопоставляемый с ограничениями клиента, влиянием инвестиции на степень диверсификации портфеля, а также способностью клиента принимать связанный риск, т.е. наличием у него средств или собственного капитала. Установление уместности инвестиции должно отталкиваться от благоразумных рекомендаций по инвестированию и инвестиционных действий. Не каждая инвестиционная возможность будет считаться уместной в отношении любого портфеля, независимо от предлагаемой потенциальной доходности.

Обязанность по сбору информации и проведению анализа уместности инвестиции до момента сообщения рекомендации либо совершения инвестиционного действия лежит на членах и кандидатах, выступающих в роли инвестиционных советников. Остальные члены и кандидаты могут просто действовать согласно конкретным инструкциям инвесторов при покупке и продаже ценных бумаг, так как это происходит при работе с акциями взаимных фондов. Такие члены и кандидаты, а также ряд других, например, аналитики со стороны продавца, могут не иметь возможности оценить уместность определенной инвестиции для конечного клиента.

Подготовка инвестиционной декларации

Члены и кандидаты обязаны начинать сбор информации о клиенте с момента наступления отношений в сфере оказания консультационных услуг. Информация о клиенте — это данные о его финансовом положении, персональные данные (например, о возрасте и профессии), являющиеся значимыми в плане принятия решений по инвестированию, его отношение к риску, цели и задачи инвестирования. Данную информацию необходимо включить в инвестиционную декларацию (в письменной форме). В инвестиционной декларации содержится информация о толерантности клиента к риску, требованиях доходности, а также имеющихся инвестиционных ограничениях (в т.ч. горизонт расчета, потребность в ликвидных средствах, вопросы налогообложения, нормативно-правовые факторы, а также конкретные обстоятельства по каждому клиенту). Без учета таких факторов члены и кандидаты не смогут определить, будет ли конкретная инвестиция или стратегия уместной для отдельно взятого клиента. В инвестиционной

декларации также необходимо обозначить и изложить функции и обязанности сторон отношений в рамках предоставления консультационных услуг и инвестиционного процесса, а также составить график проверки и анализа инвестиционной декларации. После того, как будут сформулированы долгосрочные ожидания от рынка капиталов, члены и кандидаты могут оказать содействие клиенту в создании соответствующей стратегической программы размещения активов и инвестирования. Данная программа может быть оформлена в виде двух разных документов, либо может составлять часть инвестиционной декларации, либо вынесена в приложения к декларации.

Понимание профиля риска клиента

Одним из наиболее важных факторов, которые необходимо учитывать при соотнесении пригодности и уместности инвестиции с инвестиционными потребностями и материальным положением клиента, является определение толерантности клиента к риску. Специалисту в сфере инвестиций необходимо учитывать перспективы стремительно меняющихся условий инвестирования, а также их возможное воздействие на авуары клиента, как на ценные бумаги частных лиц, так и на совместный инвестиционный портфель. Риски различных инвестиционных стратегий можно и нужно проанализировать и подсчитать заблаговременно.

Использование синтетических инструментов инвестирования и производных инвестиционных продуктов связано с некоторыми особенными рисками.

Планируя использование таких инструментов или продуктов в инвестиционной программе клиента, членам и кандидатам необходимо уделять особое внимание леввериджу, свойственному для многих из этих инструментов или продуктов. Левверидж и ограниченная ликвидность в зависимости от степени их хеджирования имеют прямое отношение к рассматриваемой уместности.

Обновление инвестиционной декларации

Проводить обновление информации в инвестиционной декларации необходимо минимум раз в год, а также перед внесением значимых изменений в какую-либо конкретную рекомендацию по инвестированию или решение от имени клиента. Определение потребностей и финансового положения каждого клиента не является разовым действием. Рекомендации и решения по инвестированию обычно являются частью непрерывного процесса, в ходе которого важно учитывать необходимость диверсификации и изменчивость структуры портфеля и характеристик клиента. С течением времени происходят изменения, которые могут оказаться важными для целей инвестирования.

К числу значимых изменений, которые касаются частных лиц, относится изменение количества лиц, находящихся у них на иждивении, статуса налогоплательщика, состояния здоровья, потребности в ликвидных средствах, толерантности к риску, размера материальных ценностей, помимо тех, что представлены портфелем, а также степени, в которой компенсация и прочие доходы обеспечивают текущие потребности в доходе. В отношении институциональных клиентов такие изменения будут касаться объема необеспеченных обязательств в пенсионных фондах, лишения привилегий по сберегательному плану для работающих по найму, требований по распределению благотворительного фонда. Если инвестиционный управляющий не будет своевременно обновлять имеющуюся информацию, он может упустить изменения в одном или нескольких факторах.

Анализ уместности будет наиболее эффективен в случае полного раскрытия клиентом информации о своем финансовом портфеле, в том числе той его части, которой не управляет член или кандидат. Если клиент скрывает информацию о своем финансовом портфеле, анализ уместности, проведенный членом или кандидатом, не может считаться полным; анализ производится на основании предоставленной информации.

Необходимость диверсификации

Как показывает инвестиционная практика, распределение средств между несколькими различными инвестициями гарантирует гораздо более приемлемый уровень риска по сравнению с инвестированием всех активов в один объект инвестирования. Уникальные характеристики (или риски) отдельной инвестиции могут быть частично или полностью уравновешены другими инвестициями в портфеле. Диверсификация в разумных пределах является нормой для множества портфелей, особенно тех, которыми управляют частные лица или учреждения, для которых законодательно установлена фидуциарная ответственность.

Инвестиция, отдельно характеризующаяся относительно высокой степенью риска, может оказаться уместной инвестицией в отношении всего портфеля либо в случае, когда цели клиента, установленные им, предполагают спекулятивное или рискованное инвестирование. Управляющий может нести

ответственность лишь за часть портфеля клиента, либо может быть так, что клиент не предоставил полную информацию о своем финансовом положении. Члены и кандидаты несут ответственность за оценку уместности инвестиции только на основании информации и критериев, предоставленных клиентом.

Порядок обращения с запросами, поданными по инициативе клиента

Члены и кандидаты могут получить запрос от клиента на торги, которые не совсем согласуются с рисками и целями доходности, предусмотренными инвестиционной декларацией этого клиента. Такие запросы могут быть связаны с личными предубеждениями клиента либо его опытом. Члены и кандидаты должны принять разумные меры к тому, чтобы уравновесить заявки клиентов и свои обязательства по соблюдению инвестиционной декларации.

В случае если член или кандидат считает, что такая заявка, поданная клиентом по его собственной инициативе, является неуместной для данного клиента, ему следует воздержаться от совершения сделки, пока он не обсудит данный вопрос с клиентом. Обсуждение и действия, явившиеся следствием такого обсуждения, могут иметь самые разные варианты развития в зависимости от роли такой неуместной инвестиции во всем портфеле клиента.

В большинстве случаев такие запросы клиента будут иметь минимальное влияние на весь портфель, поскольку размер сделок обычно небольшой, либо такая сделка приведет к ограниченному изменению профиля риска портфеля. В ходе обсуждения сделки члену или кандидату следует разъяснить инвестору то, каким образом его запрос отклоняется от текущей инвестиционной декларации. После такого обсуждения с клиентом член или кандидат может действовать согласно порядку, принятому в его фирме, и получить обязательное подтверждение от клиента на проведение неуместных сделок. Клиент как минимум должен подтвердить проведение обсуждения и свое согласие с условиями, в соответствии с которыми инвестиция считается неуместной.

Если же запрос клиента может оказать существенное влияние на его портфель, члену или кандидату необходимо провести корректировку инвестиционной декларации. Таким образом, клиент наглядно сможет убедиться в потенциальном влиянии запрошенной им сделки на текущие цели и оценить уровни риска. Возможно, клиент не пожелает вносить изменения в декларацию, но при этом будет настаивать на исполнении сделки. В таком случае члену или кандидату следует оценить эффективность услуг, предоставляемых этому клиенту. Варианты развития событий будут зависеть от услуг, предоставляемых их работодателями. Некоторые фирмы допускают исполнение сделок с нового неуправляемого счета. В случае отсутствия каких-либо альтернативных вариантов членам и кандидатам в итоге придется принять решение о продолжении работы с данным клиентом по предоставлению консультационных услуг.

Индексное инвестирование и инвестиционный мандат

В обязанности некоторых членов или кандидатов не входит управление денежными средствами частных лиц, они управляют фондом методом индексного инвестирования или в соответствии с инвестиционным мандатом. В компетенцию членов и кандидатов в таком случае входит инвестирование в строгом соответствии с установленным мандатом. Так, для членов и кандидатов, управляющих доходным фондом с акциями компаний с высоким уровнем капитализации, инвестирование значительных средств в акции компаний с низкой капитализацией или новых компаний, являющиеся спекулятивными по своей сути, будет считаться нарушением мандата фонда. Члены и кандидаты, управляющие активами коллективных инвесторов согласно конкретному мандату, не обязаны определять уместность использования фонда в качестве инвестиции для инвесторов, приобретающих доли (паи) в таком фонде.

Обязанность определения уместности инвестиции для клиентов возникает только в рамках предоставления услуг консультирования этим клиентам.

Рекомендации по исполнению обязанностей

Инвестиционная декларация

С целью соблюдения требований Стандарта III(C) членам и кандидатам следует письменно зафиксировать потребности и специфику каждого клиента, а также его инвестиционные цели в инвестиционной декларации. В ходе разработки инвестиционной политики для своего клиента необходимо учесть следующие вопросы:

- определение клиента — (1) тип и характер клиента, (2) наличие иных бенефициаров, а также (3) близительная доля активов клиента от его общего состояния, которая будет находиться под управлением члена или кандидата;

- цели инвестора — (1) цели доходности (доход, прирост основной суммы, сохранение покупательной способности) и (2) толерантность к риску (уместность, стабильность стоимости);
- ограничения инвестора — (1) потребность в ликвидных средствах, (2) ожидаемые денежные потоки (схемы поступлений и (или) изъятия средств), (3) инвестируемые средства (активы и обязательства или другие запланированные инвестиции), (4) горизонт расчета, (5) налоговые аспекты, (6) обстоятельства нормативно-правового регулирования, (7) предпочтения инвестора, запреты, обстоятельства и особенные потребности, а также (8) обязанность голосования по доверенности и инструкции;
- целевые параметры для определения эффективности.

Регулярные обновления

Цели и ограничения инвестора необходимо соблюдать, а также проводить их периодическую проверку с целью внесения в них необходимых изменений согласно изменению финансового положения клиента. Члены и кандидаты также должны регулярно проводить сравнение ограничений, имеющихся у своего клиента, с ожиданиями рынка капиталов с целью соответствующего размещения активов. Изменения любого из факторов может привести к кардинальным изменениям в размещении активов. Проверку необходимо проводить ежегодно либо чаще по экономическим соображениям, например, в связи с существенными изменениями конъюнктуры рынка. Членам и кандидатам следует документально оформлять свои попытки проведения проверки в случаях, когда такая проверка невозможна в связи со сложившимися обстоятельствами.

Политика проверки уместности

В связи с ростом нормативных требований проведения проверки уместности членам и кандидатам необходимо стимулировать свои фирмы к разработке соответствующей политики и процедур проведения такой проверки. Порядок проверки будет варьироваться в зависимости от размера фирмы и объема предоставляемых услуг.

Порядок проверки инвестиции на уместность должен не ограничиваться лишь показателем ее доходности, он должен также предусматривать следующее:

- анализ влияния инвестиции в плане диверсификации портфеля,
- сравнение риска невозврата инвестиции с толерантностью клиента к риску,
- соответствие инвестиции выбранной стратегии инвестирования.

Примеры практического применения Стандарта

Пример 1 (Уместность инвестиции и профиль риска клиента)

У Кейлеба Смита, инвестиционного советника, есть два клиента: 60-летняя Ларри Робертсон и 40-летний Габриэль Ланай. У этих клиентов примерно одинаковая заработная плата, у Робертсон более высокая толерантность к риску, поскольку у нее крупная база активов. Робертсон готова инвестировать часть своих актив достаточно активно; Ланай хочет лишь получить устойчивую норму рентабельности инвестиций с низкой волатильностью, чтобы иметь возможность оплачивать образование детей. Смит рекомендует инвестировать 20% обоих портфелей в новый выпуск акций высокотехнологичной бездходной компании с низкой капитализацией.

Комментарий: Такая инвестиция будет уместной для Робертсон, поскольку ее финансовое положение и активная позиция по отношению к инвестированию позволяет делать такие инвестиции, а вот для Ланая данная инвестиция будет неуместной. Смит нарушил требования Стандарта III(C), так как использовал для Робертсон и Ланая одну и ту же стратегию инвестирования, хотя данные клиенты находились в разном финансовом положении и цели инвестирования у них отличались.

Пример 2 (Уместность инвестиции применительно ко всему портфелю)

Джесика МакДауэл, инвестиционный советник, предлагает своему не склонному к риску клиенту Брайану Кросби использовать инвестиционную стратегию “покрытый опцион колл” для его портфеля. Целью такой стратегии будет увеличение дохода Кросби и частичная компенсация преждевременного обесценения портфеля в случае неблагоприятного воздействия на его активы ситуации на фондовом рынке или любых других обстоятельств. МакДауэл разъясняет Кросби все возможные долгосрочные результаты, в том числе риск возникновения налоговых обязательств, если акции вырастут в цене и опцион будет исполнен досрочно, и, наоборот, отрицательный момент заключается в риске потерять защиту активов при низком снижении курса.

Комментарий: В ходе определения уместности инвестиции необходимо прежде всего отталкиваться от параметров всего инвестиционного портфеля клиента, а не характеристик отдельных ценных бумаг. Основные характеристики портфеля в значительной степени определяют, учтены ли факторы клиента в рекомендации по инвестированию. Следовательно, наиболее важными аспектами конкретной инвестиции будут те, что окажут влияние на характеристики всего портфеля. В данном примере МакДауэл правильно рассматривает инвестицию применительно ко всему портфелю и тщательно разъясняет все клиенту.

Пример 3 (Обновление инвестиционной декларации)

В ходе очередной встречи с клиентом Сифом Джонсом портфельные управляющие компании Blue Chip взяли паузу, чтобы изучить его текущие потребности и финансовое положение.

В ходе наведения справок о клиенте им стало известно о значительных изменениях, недавно произошедших в его жизни. Состоятельный дядя оставил Джонсу наследство, которое увеличило состояние в четыре раза — до 1 млн долл. США.

Комментарий: Наследство, полученное Джонсом, значительно увеличило его способность (а возможно и желание) принимать на себя риск и понизило средний доход, необходимый для удовлетворения его текущей потребности в доходе. Финансовое положение Джонса сильно изменилось, и в связи с этим управляющие его портфелем должны обновить его инвестиционную декларацию и зафиксировать изменившиеся цели инвестирования. Соответственно, портфельным управляющим фирмы Blue Chip стоит изучить возможность повысить долю акций в портфеле по сравнению с рекомендациями для прежних финансовых условий, а также рекомендации по отдельным обыкновенным акциям теперь могут быть смещены в пользу ориентированных на рост акций компаний с низкой доходностью.

Пример 4 (Соблюдение инвестиционного мандата)

Луи Перковски управляет паевым фондом высокодоходных акций. Он покупает акции с нулевым дивидендом компании, предоставляющей финансовые услуги, поскольку считает, что цена на акции занижена, сфера деятельности компании имеет потенциал и перспективна, потому инвестиция является очень привлекательной.

Комментарий: Акции с нулевым дивидендом, очевидно, не будут удовлетворять требованиям инвестиционного мандата фонда, которым управляет Перковски. Будет считаться, что Перковски нарушил Стандарт III(C), за исключением случаев, когда инвестиция соответствует мандату либо входит в перечень разрешенных в соответствии с информацией, сообщенной фондом.

Пример 5 (Требования и ограничения инвестиционной декларации)

Макс Гюблер, главный директор по инвестициям дочерней компании по имущественному страхованию крупного финансового конгломерата, хочет повысить диверсификацию инвестиционного портфеля дочерней компании и увеличить его доходность. Инвестиционной декларацией компании предусмотрены высоколиквидные инвестиции, такие как акционерный капитал компаний с высокой капитализацией, государственные, международные и корпоративные облигации с кредитным рейтингом не ниже AA и сроком погашения, не превышающим пять лет. В одной из недавних презентаций группой венчурного капитала было сделано очень заманчивое предложение о перспективной доходности одного из ее частных фондов прямых инвестиций, предоставляющего посевной капитал для рискованных предприятий. Порядок выхода инвесторов уже предусмотрен, но инвесторам необходимо будет соблюдать минимальный период ограничения продажи акций в три года, а также впоследствии ступенчатый выход из инвестиций с максимальным выводом одной трети акций в год. Гюблеру не хотелось упустить такую возможность. Проведя тщательный анализ с целью оптимизации доходности акционерного капитала в активах в составе текущего портфеля компании, он инвестирует 4% в этот посевной фонд, оставив долю вложений в акции в общем инвестиционном портфеле также намного ниже верхнего предела.

Комментарий: Гюблер нарушил Стандарт III(A) “Лояльность, благоразумие, заботливость”, а также Стандарт III(C). Новая инвестиция накладывает ограничение продажи части активов компании на срок от трех до пяти лет, а возможно, и более.

Прямые инвестиции с ограничением продажи акций на какой-либо период не удовлетворяют требованиям, установленным инвестиционной декларацией, согласно которым инвестиции должны быть высоколиквидными, кроме того, в декларации прописаны категории допустимых активов. Даже если бы отсутствовало ограничение продажи акций, такая категория активов с таким нерегулярным, а потому неликвидным по своей сути рынком не может считаться уместной для данного

портфеля. Несмотря на то что в инвестиционной декларации обычно описаны очень подробно цели и ограничения, управляющий должен прилагать все усилия, чтобы понимать направление деятельности клиента и его финансовое положение. Это поможет ему узнать, понять и обсудить с клиентом другие факторы, которые сейчас или в будущем могут быть значимыми для управления инвестициями.

Пример 6 (Помощник управляющего и проверка инвестиционных деклараций)

Деятельность Пола Островски в сфере управления инвестициями достигла крупных масштабов за последние несколько лет, и некоторые из его клиентов хотели бы провести международную диверсификацию своих портфелей. Островски решает нанять помощника управляющего для работы с международными инвестициями. Поскольку он сталкивается впервые с поиском помощника советника, он на основе заявки на участие Института CFA разрабатывает анкету для кандидатов. К указанному сроку он получает семь анкет из местных и зарубежных фирм. Он внимательно изучает анкеты и выбирает фирму, готовую работать по наименьшей ставке, потому что таким образом влияние на прибыль его фирмы будет минимально.

Комментарий: При выборе внешнего управляющего или помощника советника Островски необходимо удостовериться, что услуги нового управляющего отвечают требованиям его клиентов. Такая должная добросовестность включает в себя сравнение профиля риска клиентов с инвестиционной стратегией нового управляющего. Отталкиваясь в принятии решения только лишь от вопроса оплаты услуг помощника, Островски может нарушить Стандарт III(C).

Когда клиенты просят провести международную диверсификацию портфелей, значит, пришло время проверить и обновить их инвестиционные декларации. В результате проверки Островски может узнать, что риски, связанные с зарубежными инвестициями, могут изменить профиль риска его клиентов либо могут быть неуместны.

Дальнейшую информацию о процессе проверки, необходимой при выборе подходящего помощника управляющего, см. также в Стандарте V(A) "Добросовестность и разумное обоснование".

Пример 7 (Уместность и профиль риска инвестиции)

Саманта Снид, управляющая портфелем в Thomas Investment Counsel, Inc., специализируется на управлении государственными пенсионными фондами и счетами пенсионных программ с заранее определенными пенсионными выплатами, для которых характерны долгосрочные инвестиционные цели. Год назад работодатель Снид с целью мотивировать и удержать ключевых инвестиционных специалистов ввел систему бонусных вознаграждений для портфельных управляющих на основании ежеквартальных показателей эффективности по сравнению с такими же коллегами-управляющими и определенными эталонными показателями.

С целью улучшения краткосрочных показателей управляемых ею счетов Снид меняет стратегию инвестирования и покупает несколько акций с высоким бета-коэффициентом для портфелей клиентов.

Такое приобретение, по-видимому, противоречит инвестиционным декларациям клиентов. Спустя некоторое время после покупки этих акций сотрудник корпорации Griffin, пенсионным фондом которой управляет Снид, спрашивает, почему в портфеле корпорации преобладают активно торгующиеся акции с высоким бета-коэффициентом. Никаких рекомендаций относительно изменений цели или стратегии от Снид в течение года не поступало.

Комментарий: Снид нарушила Стандарт III(C), инвестировав активы клиентов в акции с высоким бета-коэффициентом. Такие рискованные инвестиции противоречат долгосрочному профилю риска, зафиксированному в инвестиционной декларации клиента. Снид поменяла инвестиционную стратегию в своем стремлении к извлечению выгоды путем получения вознаграждения, предусмотренного новой программой поощрения ее фирмы, а не в связи с изменениями в инвестиционных декларациях клиентов.

См. также Стандарт VI(A) "Раскрытие информации о конфликтах".

Пример 8 (Уместность инвестиции)

Андрэ Шраб осуществляет руководство своей собственной инвестиционно-консультационной фирмой Conduit. До того как Шраб открыл свою фирму, он работал менеджером по работе с клиентами Elite Investment, хедж-фонда, которым управлял его хороший друг Адам Рид. Чтобы привлечь новых клиентов в фонд Conduit, Шраб предлагает пониженную комиссию за управление. Он может это себе позволить, поскольку в состав фонда входят два очень прибыльных фонда под управлением Рида. Принимая во внимание дружбу с Ридом и ранее отмеченную доходность этих двух фондов, Шраб уверен, что

новый фонд станет своего рода выигрышной комбинацией для всех сторон. Клиенты быстро инвестируют в Conduit, чтобы получить доступ к фондам компании Elite. Никому не было отказано, поскольку целью для Conduit является увеличение объема активов, переданных ему под управление.

Комментарий: Шраб нарушил Стандарт III(C), поскольку профиль риска нового фонда может не подходить для всех клиентов. Шраб — инвестиционный советник, поэтому он должен разработать инвестиционную декларацию для каждого клиента и рекомендовать только те инвестиции, которые соответствуют профилю риска клиента и требованиям доходности, указанным в его декларации. Обязанности Шраба значительно шире, чем просто работа агента по продажам для Elite.

Несмотря на то что Шраб не может отказаться от исполнения прямого запроса клиента на покупку конкретной ценной бумаги, ему необходимо все равно обсудить все риски такой покупки и разъяснить причины, почему такая покупка может быть неуместной для клиента. Обязанность соблюдения данного требования может привести к отказу новым клиентам, если эти инвестиционные решения, запрашиваемые такими клиентами, в значительной степени не соответствуют установленным ими же требованиям.

См. также Стандарт V(A) “Добросовестность и разумное обоснование”.

Стандарт III(D). Представление результатов инвестиционной деятельности

Предоставляя сведения о результативности инвестиций, члены и кандидаты должны прилагать разумные усилия для обеспечения объективности, точности и полноты информации.

Руководство по применению

Стандарт III(D) устанавливает требование к членам и кандидатам предоставлять достоверную информацию о результатах инвестиционной деятельности своим текущим и потенциальным клиентам, а также не допускать искажения информации о результатах деятельности и предоставления заведомо ложной информации о результатах инвестиционной деятельности членов и кандидатов или их фирм. Данным стандартом поощряется полное раскрытие показателей инвестиционной деятельности клиентам и потенциальным клиентам.

Стандарт III(D) относится ко всем действиям, которые могут привести к искажению сведений о результатах деятельности члена или кандидата, как в плане представления таких результатов, так и их оценки. Стандартом запрещается искажение как уже имеющихся результатов деятельности, так и ожидаемых. Члены и кандидаты обязаны достоверно и полно представлять информацию о результатах инвестиционной деятельности за истекший период по индивидуальным счетам, объединенным счетам или группам таких счетов, а также о результатах работы аналитика или фирмы по объединенным портфелям. Кроме того, членам и кандидатам не следует заявлять либо косвенно указывать на то, что доходность за прошлый период является индикатором будущей доходности.

Требования данного стандарта распространяются не только на членов и кандидатов, управляющих отдельными счетами. Данные о результатах инвестиционной деятельности за истекший период времени должны быть точными во всех случаях предоставления членом или кандидатом таких данных, находящихся в компетенции управляющего, например, объединенным фондом. Аналитики-исследователи, рекламирующие успех и точность своих рекомендаций, обязаны обеспечить достоверность, точность и полноту сведений, указываемых в своих заявлениях.

В случае краткого представления результатов члены и кандидаты обязаны по запросу предоставлять клиентам и потенциальным клиентам подробную информацию в подтверждение таких кратких сведений. Как показывает практика, такие краткие представления результатов содержат указание на ограниченный набор сведений.

Рекомендации по исполнению обязанностей

Соблюдение стандартов GIPS

Члены и кандидаты, предоставляющие сведения о результативности активов, находящихся под их управлением, должны следовать требованиям “Глобальных стандартов оценки результатов инвестирования” (далее — стандарты GIPS) с целью наилучшего исполнения требований Стандарта III(D). Члены и кандидаты должны стимулировать свои фирмы к соблюдению стандартов GIPS.

Исполнение обязанностей без учета стандартов GIPS

Члены и кандидаты также могут обеспечить соблюдением требований Стандарта III(D) посредством

- учета уровня осведомленности и опыта аудитории, которой будут представлены результаты инвестиционной деятельности;
- представления результатов на основании взвешенного индекса из аналогичных портфелей, а не отдельно взятого для образца счета;
- включения в представляемую информацию данных о закрытых счетах с указанием дат, когда счета были закрыты;
- раскрытия информации, которая полностью разъясняет демонстрируемые показатели инвестиционной деятельности (например, при необходимости указание того, что результаты смоделированы, в случае, если используются результаты из модели, представлены по ранее существовавшей организации, а также раскрытие информации о том, представлен ли показатель до вычета или за вычетом комиссионного вознаграждения или после уплаты налога);
- сохранения данных и записей, использовавшихся в ходе расчета представленных результатов.

Примеры практического применения стандарта

Пример 1 (Расчет показателей инвестиционной деятельности и период для расчета)

Кайл Тейлор из компании Taylor Trust, сделав выводы по результатам инвестиционной деятельности общего доверительного фонда компании Taylor за последние два года, заявляет в брошюре, отправленной своим потенциальным клиентам: “Ваши инвестиции ждет стабильная совокупная годовая доходность в 25% на протяжении года”. Действительно, доходность общего доверительного фонда компании составила 25% в год за прошедший год, что явилось отражением роста всего рынка. Однако таких темпов роста не наблюдалось за период более одного года в этом фонде, а средняя доходность для всех его доверительных счетов за пять лет составила 5% в год.

Комментарий: Брошюра, составленная Тейлором, нарушает требования Стандарта III(D). Тейлору следовало указать, что указанный им темп роста в 25% отмечался лишь за один год. Кроме того, Тейлор не учел при расчете показателя счета других клиентов, кроме тех, что входили в состав общего доверительного фонда. Общие заявления о результатах инвестиционной деятельности фирм необходимо делать на основании данных по всем категориям счетов. В довершение всего своим заявлением об ожидаемом стабильном совокупном годовом темпе роста в 25% Тейлор нарушил требования Стандарта I(C) “Предоставление недостоверной информации”, в соответствии с которым запрещается предоставление каких-либо заверений или гарантий относительно инвестиций.

Пример 2 (Расчет показателей инвестиционной деятельности и взвешивание по активам)

Анна Джудд, старший партнер фирмы Alexander Capital Management, публикует отчет о результатах инвестиционной деятельности по счетам со стратегией прироста капитала за период с 1988 по 2004 год.

Фирма заявляет, что работает в соответствии со стандартами GIPS. Однако расчет доходности проводился не в соответствии с методикой стандартов GIPS, поскольку объединенные портфели не взвешены по активам.

Комментарий: Джудд нарушает Стандарт III(D). Заявляя о соблюдении стандартов GIPS, фирмы обязаны соблюдать все без исключения требования стандартов, раскрывать в обязательном порядке информацию, а также соблюдать любые другие требования, применимые к данной конкретной фирме. Нарушение Джудд связано не с неправильной работой с данными, а с заявлением о соблюдении стандартов GIPS.

Пример 3 (Представление результатов инвестиционной деятельности и информация о предыдущем фонде/работодателе)

Аарон МакКой — вице-президент и управляющий партнер новой компании по инвестициям в акции Mastermind Financial Advisors. МакКой принял на работу в Mastermind, так как у него были подтвержденные результаты инвестиционной деятельности в G&P Financial за шестилетний период. В ходе работы над рекламной и маркетинговой кампанией Mastermind МакКой разрабатывает рекламные материалы, в которых содержатся сведения о результатах инвестиционной деятельности, достигнутые им в ходе работы в G&P Financial. В этих материалах не указывается, что доходность по акциям была достигнута в ходе работы на компанию G&P. Рекламные материалы отправляют существующим и потенциальным клиентам Mastermind.

Комментарий: МакКой нарушил Стандарт III(D), поскольку отправил всем клиентам рекламные материалы, содержащие заведомо ложную информацию о результатах инвестиционной деятельности компании Mastermind. Стандартом III(D) устанавливается требование к членам и кандидатам принимать разумные меры к тому, чтобы обеспечить достоверность, точность и полноту представляемых результатов деятельности частного лица или фирмы. В целом данный Стандарт не запрещает указывать результаты фондов, управляемых в предыдущей фирме, в рамках демонстрации опыта работы в том случае, если такая демонстрация сопровождается раскрытием информации о том, где были достигнуты указываемые результаты, а также о том, какую роль выполняло лицо, добившееся указанных результатов инвестиционной деятельности. Если МакКой решает указать в рекламных материалах компании Mastermind результаты, которые ему удалось достичь за время работы в G&P, ему необходимо раскрыть всю информацию об источнике таких результатов.

Пример 4 (Представление результатов инвестиционной деятельности и смоделированные результаты)

Джед Девис разработал продукт отбора паевых инвестиционных фондов на основе данных за период с 1990 по 1995 год. Девис протестировал свою методику посредством применения ее задним числом

к данным за 1996—2003 годы, таким образом, им были смоделированы результаты инвестиционной деятельности за указанные годы. В январе 2004 года работодатель Девиса решил предложить этот продукт, и Девис начинает продвигать его, используя рекламу в отраслевом журнале и отправляя напрямую клиентам. В рекламных материалах были представлены результаты инвестиционной деятельности за период с 1996 по 2003 год, но не было указано, что эти результаты были искусственно смоделированы.

Комментарий: Девис нарушил Стандарт III(D), поскольку не дал указания на то, что результаты инвестиционной деятельности были смоделированы. Стандарт III(D) запрещает членам и кандидатам делать любые заявления, искажающие результаты, достигнутые ими или их фирмами, а также устанавливает требование к членам и кандидатам принимать разумные меры к тому, чтобы обеспечить достоверность, точность и полноту представляемых сведений о результатах инвестиционной деятельности. Указание результатов, полученных в ходе моделирования, должно сопровождаться раскрытием информации об источнике данных результатов, в том числе о том, что данные результаты были получены моделированием за период с 1996 по 2003 год.

Пример 5 (Расчет результатов инвестиционной деятельности и специально отобранные счета)

В материалах для потенциальных клиентов Уильям Килмер указывает доходность за последние пять лет по “индексу” счетов его фирмы, целью которых является “сбалансированная” доходность. Однако в этот объединенный портфель входили только несколько счетов, удовлетворяющих критерию сбалансированности, установленному фирмой, исключались счета с низким уровнем активов, без раскрытия факта их исключения, и включались счета, не имевшие мандата “сбалансированный”, поскольку такие счета помогли резко поднять результаты инвестиционной деятельности. Кроме того, чтобы добиться лучших результатов, Килмер менял состав индекса, состоящего из ограниченного числа счетов.

Комментарий: Килмер нарушил Стандарт III(D), поскольку представил заведомо ложные сведения в рекламных материалах, отправленных потенциальным клиентам, а также исказил результаты инвестиционной деятельности своей фирмы и не раскрыл информацию, которая должна была внести разъяснения в представленные данные.

Пример 6 (Изменение методики факторного анализа)

Арт Пурелл анализирует ежеквартальные отчеты для отправки клиентам, составленные по данным факторного анализа. Пурелл работает в инвестиционной фирме, специализирующейся на инвестировании в акции на основании анализа индивидуальных компаний (bottom-up), а также фундаментального анализа рынка, и стремящейся обеспечить дополнительную доходность путем выбора индивидуальных акций. В рамках метода факторного анализа производится сравнение доходности каждой акции с доходностью соответствующего сектора. Согласно данным отчета, в отчетном квартале наибольшая прибыль была получена от весов отдельных секторов по сравнению с индексом, в то время как выбор отдельных акций отрицательно сказался на доходности.

Смоделировав различные варианты, Пурелл понимает, что если при расчете факторной модели сравнивать каждую акцию внутри отрасли, а затем переносить этот результат на уровень сектора, то результаты деятельности управляющих по выбору акций выглядят намного лучше. Поскольку фирма определяет условия факторного анализа, а результаты наилучшим образом отражают установленную стратегию, Пурелл рекомендует использовать измененную методику расчета для отчетов клиентов.

Комментарий: Внесение изменений в методику факторного анализа без надлежащего уведомления клиентов будет считаться нарушением требований Стандарта III(D). Рекомендация Пурелла имеет целью соблюдение интересов только фирмы, чтобы подкрепить ее предполагаемую способность реализовывать заявленную стратегию. Изменения, внесенные в методику, несправедливы по отношению к клиентам, а также искажают факты, касающиеся способностей фирмы.

Если бы новая методика, по мнению Пурелла, усовершенствовала первоначальный способ анализа, ему следовало бы сообщить данные анализа по обеим методикам клиенту. Также необходимо в таком случае обосновать выбор новой методики, это позволит клиентам провести сравнение с предыдущими результатами, и обеспечит основу для сравнения с данными последующего анализа.

Пример 7 (Раскрытие информации о методике расчета результатов инвестиционной деятельности)

В ходе разработки пакета отчетных документов для клиентов Алиша Сингх, аналитик результатов инвестиционной деятельности, узнает, что новая система ее компании автоматически рассчитывает доходность, взвешенную по времени и взвешенную по деньгам. Она спрашивает директора по обслуживанию и удержанию клиентов, какое значение лучше использовать в отчетах, учитывая, что у фирмы

несколько инвестиционных стратегий, включающих работу с облигациями, акциями, ценными бумагами без использования заемных средств, и альтернативными инвестициями. Сингх получает указание не указывать способ расчета доходности, чтобы фирма могла указывать наибольшее значение за период.

Комментарий: Выполнение указаний директора по обслуживанию и удержанию клиентов приведет к нарушению Сингх Стандарта III(D). Представив в отчетной документации информацию о доходности, рассчитанную в соответствии с меняющейся методологией, Сингх нарушает требование предоставления полной информации клиентам фирмы. Полной информацией будет считаться достаточная информация, предоставляемая клиентам, на основании которой они смогут сделать выводы о результатах инвестиционной деятельности фирмы.

Пример 8 (Раскрытие информации о методике расчета результатов инвестиционной деятельности)

Компания Richmond Equity Investors управляет фондом, стратегией которого является совмещение длинных и коротких позиций по акциям, торговля производится клиентами раз в неделю (по пятницам). В целях прозрачности деятельности ежедневную расчетную стоимость чистых активов фонда рассчитывает Ричмонд. В ежемесячных справках фонда указываются результаты инвестиционной деятельности с начала месяца до текущей даты и с начала года до текущей даты. Richmond на свое усмотрение указывает результат либо на последний операционный день месяца (обычно это не последний рабочий день) или последний рабочий день месяца, в зависимости от того, какой результат выше. В справке указано только, что данные предоставлены на конец месяца, без указания точной даты. Мэгги Кларк, аналитик, занимающийся расчетами результатов инвестиционной деятельности, обеспокоена такими частыми изменениями и обращается к своему руководителю с вопросом, обоснованы ли они.

Комментарий: Действия Кларк, которая задает вопрос относительно изменений в измерении результатов инвестиционной деятельности, соответствуют требованиям Стандарта III(D). Ее обеспокоенность связана с тем, что данные изменения не обеспечивают предоставления точной и полной информации о результатах инвестиционной деятельности.

Стандарт III(E). Соблюдение конфиденциальности

Члены и кандидаты должны обеспечивать конфиденциальность сведений о существующих, бывших и потенциальных клиентах, за исключением:

1. Информации об осуществлении клиентом или потенциальным клиентом противозаконной деятельности;
2. Информации, раскрытия которой требует законодательство;
3. Информации, раскрываемой с разрешения клиента или потенциального клиента.

Руководство по применению

Основные вопросы:

- Статус клиента
- Соответствие требованиям законодательства
- Электронная информация и ее защита
- Расследования по вопросам профессионального поведения, проводимые институтом CFA

Стандарт III(E) устанавливает требование к членам и кандидатам соблюдать конфиденциальность информации, сообщаемой им клиентами, потенциальными клиентами, а также сообщавшейся ранее бывшими клиентами. Требования стандарта распространяются на следующие случаи, когда (1) член или кандидат получает информацию в связи с тем, что в его компетенцию входит управление частью коммерческой деятельности либо частных дел клиента, а также если (2) члену или кандидату становится известной информация, обусловленная либо имеющая отношение к той части коммерческой деятельности клиента, которая является предметом особых или фидуциарных отношений. В случаях, когда раскрытие информации необходимо в соответствии с требованиями законодательства, а также когда такая информация касается противозаконной деятельности клиента, возможно, члены или кандидаты будут обязаны передать имеющуюся информацию в соответствующие органы.

Статус клиента

Требованиями данного стандарта предусмотрено соблюдение конфиденциальности информации о клиентах даже в тех случаях, когда лицо или организация больше не является клиентом члена или кандидата. Следовательно, члены и кандидаты обязаны соблюдать конфиденциальность данных о своих клиентах даже после прекращения отношений с ними. Однако если клиент или бывший клиент в явно выраженной форме разрешает члену или кандидату раскрывать информацию, возможно сообщение такой информации на условиях, оговоренных клиентом.

Соответствие требованиям законодательства

Как правило, члены и кандидаты обязаны соблюдать требования законодательства, подлежащего применению. Если в соответствии с законодательством требуется раскрытие информации о клиентах в некоторых обстоятельствах, члены или кандидаты обязаны соблюдать данное требование.

И аналогичным образом, если законодательством предусмотрено соблюдение членами и кандидатами конфиденциальности информации, даже если такая информация касается противозаконной деятельности со стороны клиента, члены и кандидаты не обязаны раскрывать такую информацию. Кроме того, в соответствии с применимыми нормами, например, межведомственными ограничениями внутри финансовых организаций, может быть предусмотрено ограничение обмена информацией внутри субъекта деятельности, которая может привести к нарушению обязательства соблюдения конфиденциальности. В случае возникновения сомнений в отношении раскрытия информации о клиентах члены или кандидаты должны проконсультироваться с сотрудником фирмы, ответственным за обеспечение соответствия требованиям, либо юристом.

Электронная информация и ее защита

В связи с увеличением объема информации, хранящейся в электронном виде, членам и кандидатам необходимо учитывать возможность случайного раскрытия конфиденциальной информации. У многих работодателей имеется строгий порядок электронного обмена чувствительной информацией, касающейся клиентов, а также хранения информации о клиентах на персональных портативных компьютерах, мобильных устройствах и съемных дисковых и флеш-накопителях. В последнее время регулирующими органами были ужесточены законодательные требования в области защиты информации от несанкционированного доступа при использовании мобильной цифровой связи, в том числе использования социальных сетей.

Данные требования также необходимо соблюдать. Стандарт III(E) не предусматривает наличия каких-либо специальных знаний в области информационной безопасности у членов и кандидатов, но они должны быть знакомы с соответствующим порядком, установленным их работодателями. Порядок обеспечения защиты конфиденциальной информации в конкретной фирме будет зависеть от размера этой фирмы и специфики ее деятельности. Члены и кандидаты должны стимулировать свои фирмы к проведению регулярных инструктажей по соблюдению конфиденциальности для всех сотрудников фирмы, в том числе помощников по работе с портфелями, администраторов и других сотрудников, не имеющих отношения к инвестиционной деятельности, но в своей повседневной работе общающихся напрямую с клиентами и их данными.

Расследования по вопросам профессионального поведения, проводимые институтом CFA

Требования Стандарта III(E) не запрещают членам и кандидатам оказывать содействие в проведении расследований в рамках Программы Института CFA по контролю соблюдения профессионального поведения (PCP). В случаях, разрешенных законодательством, членам и кандидатам в соответствии с Программой разрешается раскрытие конфиденциальной информации о клиенте при получении соответствующего запроса в целях содействия проведению расследования по вопросам своего собственного профессионального поведения в рамках этой Программы. Поощряется содействие в проведении расследований по вопросам профессионального поведения других членов или кандидатов. Любая информация, предоставленная в рамках содействия по Программе, будет строго конфиденциальной. Предоставление конфиденциальной информации для целей Программы не будет квалифицировано как нарушение данного стандарта.

Рекомендации по исполнению обязанностей

Наиболее простым, консервативным и надежным способом соблюдения Стандарта III(E) является недопущение раскрытия информации, полученной от клиента. Исключения составляют только уполномоченные коллеги, также работающие на данного клиента. Однако бывают ситуации, когда члену или кандидату может потребоваться раскрыть какую-либо информацию, полученную от клиентов, не вытекающую из фидуциарных отношений и не относящуюся к противозаконной деятельности.

Прежде чем раскрыть такую информацию, член или кандидат должен ответить на следующие вопросы:

- В каком контексте была раскрыта информация? Если в ходе обсуждения работы, выполненной для клиента, то имеет ли данная информация отношение к работе?
- Позволит ли раскрытие такой информации улучшить качество услуг, предоставляемых клиенту?

Члены и кандидаты обязаны принимать к сведению и соблюдать порядок, установленный фирмой в отношении передачи и хранения информации в электронном виде. В случае отсутствия такого порядка членам и кандидатам следует стимулировать свои фирмы к его разработке с учетом размера и сферы деятельности фирмы.

Способы общения с клиентами

В свете непрерывного научно-технического прогресса меняются и способы общения с клиентами и потенциальными клиентами. Члены и кандидаты должны принимать разумные меры для обеспечения того, чтобы принятые в фирме способы передачи информации и процедуры проверки на соответствие следовали принятым правилам предотвращения случайного распространения конфиденциальной информации. Учитывая очень быструю смену технологий, важно проводить регулярную проверку мер защиты конфиденциальности.

Членам и кандидатам необходимо тщательно обсудить с клиентами соответствующие способы предоставления конфиденциальной информации. Важно, чтобы клиенты понимали, что не все ресурсы, финансируемые за счет фирмы, могут быть использованы для передачи информации.

Примеры практического применения Стандарта

Пример 1 (Владение конфиденциальной информацией)

Сара Коннор, финансовый аналитик компании Johnson Investment Counselors, Inc., предоставляет услуги инвестиционного консультирования доверительным управляющим компании City Medical Center. Эти доверительные управляющие предоставили ей несколько внутренних отчетов, отражающих необходимость в реновации и расширении материальной базы компании City Medical. Они попросили Коннор рекомендовать инвестиции, которые бы могли увеличить стоимость капитала фондов целевого капитала, чтобы

покрыть предполагаемые капитальные вложения. К Коннор обращается местный предприниматель Томас Кейси, который рассматривает возможность внесения существенного вклада либо в фонд City Medical Center, либо в фонд другого местного медицинского учреждения. Кейси хочет ознакомиться с планами строительства обоих учреждений, прежде чем принимать решение, но с доверительными управляющими он поговорить не хочет.

Комментарий: Доверительные управляющие предоставили Коннор внутренние отчеты, чтобы она могла проконсультировать их по поводу управления фондами целевого капитала. Поскольку информация, содержащаяся в этих отчетах, является и конфиденциальной информацией, и информацией, предоставленной в рамках фидуциарных отношений, в соответствии со Стандартом III(E) Коннор запрещается сообщать такую информацию Кейси.

Пример 2 (Раскрытие конфиденциальной информации)

Линн Муди, инвестиционный сотрудник компании Lester Trust. Она предоставляет услуги консультирования одному своему клиенту, который обсуждал с ней намерение пожертвовать 50 тыс. долл. США на благотворительность, чтобы уменьшить подоходный налог. Муди также является казначеем Фонда помощи социально незащищенным вдовам (Home for Indigent Widows (HIW)), который как раз планирует начать ежегодный сбор пожертвований. Этот Фонд надеется расширить список меценатов, особенно состоятельных. Муди подсказывает вице-президенту Фонда, ответственному за корпоративные пожертвования, позвонить ее клиенту и попросить о пожертвовании в сумме 50 тыс. долл. США.

Комментарий: Несмотря на благую цель, Муди нарушила Стандарт III(E), поскольку раскрыла конфиденциальную информацию о своем клиенте.

Пример 3 (Раскрытие информации о возможно противозаконной деятельности)

Представители органов власти обращаются к Кейси Сэмюэль, управляющей портфелем средств пенсионных накоплений компании Garcia, чтобы та проверила учетную документацию фонда. Согласно предоставленной ими информации, в отношении компании Garcia проводится аудиторская проверка деклараций по налогу на прибыль организаций, пенсионный фонд также проверяют. Двумя днями ранее Сэмюэль узнала от сотрудников компании Garcia в ходе очередной проверки инвестиционной деятельности, что, возможно, излишние и неверные отчисления были сделаны в пенсионный фонд. Сэмюэль обращается за консультацией к главному юристу своей фирмы-работодателя, который заключает, что компания Garcia, возможно, нарушила налоговое законодательство, а также нормы фидуциарного права.

Комментарий: Сэмюэль должна сообщить своему руководителю всю имеющуюся информацию, а ее работодатель должен совместно с компанией Garcia попытаться устранить имеющиеся нарушения. Если устранить их все же не удастся, Сэмюэль и ее работодатель должны обратиться за юридической помощью, чтобы попытаться разрешить ситуацию. Сэмюэль также может иметь обязанность по сообщению имеющихся у нее доказательств продолжительного нарушения законодательства и отказу от должности управляющей активами этой компании.

Пример 4 (Раскрытие информации о возможно противозаконной деятельности)

Дэвид Брэдфорд управляет средствами семейной строительной корпорации. Он также управляет частными портфелями некоторых членов этой семьи и сотрудников корпорации, в том числе главного финансового директора. На основании анализа финансовой документации корпорации, а также некоторых сомнительных действий этого главного финансового директора Брэдфорд делает вывод, что главный финансовый директор присваивает средства корпорации и кладет их на свой индивидуальный инвестиционный счет.

Комментарий: Брэдфорду следует обратиться в отдел своей фирмы, занимающийся проверкой ответственности, либо к юристу, чтобы определить, устанавливают ли нормативные акты, регулирующие обращение с ценными бумагами, требование сообщать финансовые сведения, касающиеся главного финансового директора.

Пример 5 (Случайное раскрытие конфиденциальной информации)

Линн Муди, инвестиционный сотрудник компании Lester Trust. Она управляет большим числом индивидуальных налогооблагаемых счетов. Вдобавок к получению ежеквартальных письменных отчетов дюжина состоятельных частных лиц изъявила желание получать от нее напрямую обзоры экономического и финансового рынков посредством социальных сетей. Следуя указаниям отделов своей фирмы, ответственных за информационные технологии и проверку соответствия, она создала группу для своих клиентов в одной из социальных сетей. В инструкциях, отправленных клиентам, она дала указание клиентам вступить в эту

группу, чтобы они могли видеть ее публикации. Также в инструкциях содержалась информация о том, что комментарии, оставленные участниками группы, будут доступны для просмотра неограниченному кругу лиц, потому данный способ передачи информации не может быть использован для сообщения личной или конфиденциальной информации.

Шесть месяцев спустя в начале января Муди размещает “Обзор рынка” на конец года. В отчете была представлена информация о новой стратегии размещения активов, которая будет добавлена в рекомендацию фирмы на будущий год. Муди разместила публикацию и добавила сообщение для своих клиентов о том, что она обсудит изменения с каждым индивидуально в ходе скорых встреч.

Один из клиентов Муди отвечает ей прямо на странице группы, сообщая о том, что финансовое состояние его семьи сильно изменилось. Этот клиент очень подробно изложил информацию персонального и конфиденциального характера. К сожалению, у всех участников группы была возможность прочесть этот комментарий, пока Муди его не увидела и не удалила.

Комментарий: Муди действовала разумно, обеспечивая защиту конфиденциальности информации о своих клиентах в ходе использования социальных сетей в работе. Она дала соответствующие инструкции, которые разъясняли клиентам, что вся информация, размещаемая на сайте, будет доступна другим лицам, а также содержали предупреждение о том, что данный способ не подходит для сообщения конфиденциальной информации. Случайное раскрытие конфиденциальной информации произошло по вине клиента, а не по вине Муди. Ее действия по удалению комментария клиента сразу же, как только она его заметила, соответствуют требованиям Стандарта III(E).

Данный случай подчеркивает необходимость проведения дальнейшего обучения, учитывая потенциальную уязвимость клиентов, связанную с конфиденциальностью персональной информации. Муди может предложить использование дополнительных предупреждений или способов контроля клиентов в случае использования социальных сетей для такой двухсторонней связи.

Стандарт IV. Обязанности по отношению к работодателям

Стандарт IV(A). Лояльность

В рамках трудовых отношений члены и кандидаты обязаны действовать в интересах работодателей, ставить свои профессиональные навыки и умения на службу последних, не нарушать запреты на распространение конфиденциальной информации и избегать причинения иного ущерба работодателям.

Руководство по применению

Основные вопросы:

- *Обязанности работодателя*
- *Частная практика*
- *Прекращение трудовых отношений с работодателем*
- *Использование социальных сетей*
- *Информирование о нарушениях*
- *Характер трудовых отношений*

Стандарт IV(A) устанавливает требование к членам и кандидатам защищать интересы своей компании, путем воздержания от поведения, способного причинить вред компании, оказать негативное влияние на ее прибыль, а также ущемляющего возможности использования компанией навыков и умений членов и кандидатов. Члены и кандидаты обязаны всегда ставить интересы клиентов выше интересов своего работодателя, но при этом они должны учитывать влияние своего поведения на устойчивое развитие и деловую репутацию компании-работодателя. Во всех вопросах, связанных с трудовой деятельностью, членам и кандидатам запрещается совершать любые действия, способные нанести ущерб интересам работодателя. Данным стандартом подразумевается обязанность членов и кандидатов соблюдать регламенты и процедуры, установленные работодателем и регулирующие трудовые отношения, в той степени, в которой они не вступают в противоречие с применимыми законами, нормативными актами или иными правилами, а также Кодексом и Стандартами.

Вместе с тем данный Стандарт не предусматривает всеобъемлющего приоритета интересов работодателя над личными. Стандарт не устанавливает требование к членам и кандидатам подчинять свои личные обязательства и семейные обязанности трудовым интересам. В случае систематического или значимого соприкосновения личных вопросов с рабочими члену или кандидату необходимо обратиться за советом к своему работодателю с целью установления баланса между личными обязательствами и обязательствами, связанными с трудовой деятельностью.

Обязанности работодателя

В рамках трудовых отношений определяются функции и обязанности обеих сторон. Работодатели должны признавать свои функции и обязанности перед своими работниками, если ожидают видеть работников содержательными и продуктивными.

Членам и кандидатам рекомендуется предоставить своему работодателю копию данного Кодекса и Стандартов для информирования об обязанностях члена Института CFA или кандидата, принимающего участие в Программе CFA. Кодекс и Стандарты также могут послужить основой для оспаривания политики и порядков, установленных работодателем и противоречащих этим обязанностям.

Работодатели не обязаны соблюдать требования Кодекса и Стандартов. Вместе с тем для сохранения компетентных сотрудников, являющихся членами и кандидатами, работодателям не следует устанавливать регламенты и процедуры, идущие вразрез с положениями Кодекса и Стандартов. Работодатель несет ответственность за создание благоприятных условий работы, в том числе этического характера. Высший менеджмент несет дополнительную ответственность за разработку систем вознаграждения и механизмов поощрения, не способствующих неэтичному поведению.

Частная практика

Требованиями Стандарта IV(A) членам и кандидатам следует воздерживаться от занятия частной конкурирующей деятельностью, приводящей к конфликту интересов с работодателем. Несмотря на то, что данный Стандарт не ограничивает право членов и кандидатов заниматься независимой предпринимательской деятельностью одновременно с работой по найму, членам и кандидатам необходимо заранее уведомить своего работодателя о своих планах заняться коммерческой частной практикой и описать

виды услуг, которые такой член или кандидат собирается предоставлять своим потенциальным клиентам, ожидаемый период оказания, а также вознаграждения таких услуг. Членам и кандидатам запрещается оказывать услуги в рамках частной практики, пока они не получают согласия своего работодателя в отношении всех оговоренных условий. “Практика” означает любые услуги за вознаграждение, которые предоставляет работодатель на данный момент. “Осуществление частной практики” означает осуществление конкурентных видов коммерческой деятельности, а не подготовку к началу такой практики.

Прекращение трудовых отношений с работодателем

Члены или кандидаты, планирующие прекратить трудовые отношения со своим работодателем, должны продолжать действовать в его интересах. Членам или кандидатам запрещается участвовать в любой деятельности, приводящей к конфликту интересов с работодателем, до момента официального увольнения с занимаемой должности. Набор конкретных инструкций для членов и кандидатов, которые планируют работать на другую фирму – конкурента работодателя, сложно определить для каждого случая. Необходимо учитывать обстоятельства в каждой конкретной ситуации, чтобы отличить действия в допустимых рамках подготовительных мероприятий от нарушений обязанностей перед работодателем. Следующие действия, особенно сочетания этих действий могут быть квалифицированы как нарушение обязанности:

- незаконное присвоение сведений, составляющих коммерческую тайну,
- злоупотребление конфиденциальной информацией,
- переманивание клиентов работодателя до момента прекращения трудовых отношений с этим работодателем,
- злоупотребление служебным положением (присвоение коммерческих возможностей или информации, принадлежащей работодателю),
- незаконное присвоение клиентов или списков клиентов.

Работник, собирающийся уволиться, может принимать меры по организации и подготовке к переходу в другую конкурирующую фирму до момента окончания трудовых отношений с текущим работодателем при условии, что такие подготовительные мероприятия не приводят к нарушению обязанности соблюдения лояльности по отношению к своему работодателю. Членам или кандидатам, находящимся в поиске нового места работы, запрещается контактировать с существующими или потенциальными клиентами до момента своего увольнения с целью навязывания им услуг своего нового работодателя. После надлежащего уведомления своего работодателя о намерении прекратить трудовые отношения член или кандидат должен также в соответствии с принятыми в компании принципами и порядком уведомить своих клиентов о скором увольнении. Кроме того, членам и кандидатам запрещается брать какую-либо документацию или материалы к новому работодателю без письменного разрешения предыдущего работодателя.

Умения и опыт, полученные работником в процессе работы в фирме, не будут считаться “конфиденциальной” информацией или информацией “не подлежащей разглашению” после прекращения трудовых отношений с этой фирмой. Аналогичным образом простое знание имен и факта существования бывших клиентов в большинстве случаев также не относится к конфиденциальной информации, за исключением случаев, когда договором или законом предусмотрена конфиденциальность таких сведений. Стандарт IV(A) не запрещает использования в работе на нового работодателя опыта и знаний, полученных у предыдущего работодателя. Однако документацию, касающуюся фирмы или работ, выполненных от имени фирмы, зафиксированную на бумажных или электронных носителях и использовавшуюся работником в ходе выполнения своих обязанностей, необходимо уничтожить либо вернуть работодателю, за исключением случаев, когда имеется разрешение компании на сохранение у работника такой документации после прекращения трудовых отношений.

Данный Стандарт не запрещает бывшим работникам общаться с клиентами предыдущей фирмы-работодателя, при условии, что контактные данные таких клиентов не получены бывшим сотрудником из документации бывшего работодателя, а также при условии, что такое общение не нарушает “соглашения о неконкуренции”. Члены и кандидаты могут использовать после увольнения открытые источники информации для получения контактных данных бывших клиентов без нарушения Стандарта IV(A) при условии отсутствия соглашения об обратном.

Часто работодатель требует от работника подписать соглашение о неконкуренции, согласно которому работнику, принявшему решение о прекращении трудовых отношений, запрещается участие в определенной деятельности. Членам и кандидатам необходимо проверить условия подобных соглашений перед прекращением трудовых отношений для определения видов поведения, запрещаемого требованиями этих соглашений. На некоторых видах рынков предусмотрены соглашения между работодателями в рамках отрасли, в которых оговаривается информация, которую увольняющийся работник может сохранить у себя после окончания трудовых отношений (например, в США существуют такие соглашения, именуемые

“Протоколами приема на работу брокеров” — “Protocol for Broker Recruiting”). Подобные соглашения облегчают процесс перехода сотрудников между фирмами. Члены и кандидаты, переходящие на работу в фирму, у которой есть такое соглашение с предыдущим работодателем, могут рассчитывать на гарантии, оговоренные в них, при условии соблюдения всех положений.

Например, по соглашению между многими брокерами США работникам разрешается брать с собой общие контактные данные клиентов при увольнении. Для обеспечения защиты данных копию информации, передаваемой увольняемому работнику, необходимо предоставить для проверки непосредственному руководству фирмы.

Кроме того, подобная информация о клиентах предназначена только для персонального использования уволившимся работником, а не другими сотрудниками новой фирмы-работодателя.

Использование социальных сетей

Рост онлайн-платформ для общения, например LinkedIn, Twitter, Facebook (другими словами — социальных сетей), приводит к появлению новых возможностей и в то же время проблем для бизнеса. Члены и кандидаты должны понимать и строго соблюдать соответствующую политику и порядки, установленные фирмой-работодателем в отношении использования социальных сетей для общения с клиентами и потенциальными клиентами. Особенно важно уделять этому внимание, если член или кандидат планирует прекращение трудовых отношений с работодателем.

Социальные сети усложняют процесс уведомления клиентов о времени и способе прекращения отношений. У членов и кандидатов могут быть профили в социальных сетях, посредством которых у них будет связь как с физическими лицами, являющимися клиентами фирмы-работодателя, так и лицами, не имеющими отношения к работодателю. Сообщение информации посредством социальных сетей, к которым имеется доступ текущих клиентов, должно удовлетворять требованиям политики и порядков, установленных работодателем в отношении уведомления об увольнении сотрудников.

Также остро стоит вопрос разделения информации, сообщаемой клиентам через социальные сети, на общедоступную информацию и информацию, являющуюся собственностью фирмы. Аккаунты и профили членов и кандидатов могут быть созданы исключительно в рабочих целях, включая аккаунты, утвержденные фирмой для работы с клиентами. Такие утвержденные рабочие аккаунты будут считаться частью собственности фирмы, поэтому в соответствии с порядком, установленным компанией, члены и кандидаты обязаны переместить или удалить эти аккаунты. Предпочтительно ведение отдельных аккаунтов в социальных сетях для личных и рабочих целей. Членам и кандидатам следует обсудить с работодателем все вопросы, касающиеся использования ими одного аккаунта для личных и рабочих целей.

Информирование о нарушениях

Личные интересы члена или кандидата и их работодателей являются второстепенным по отношению к защите деловой этики в отношении рынка капиталов и защите интересов клиентов. Ввиду этого в случае возникновения определенных обстоятельств (например, когда работодатель занимается противозаконной деятельностью либо нарушает принципы этики) члены и кандидаты должны действовать вопреки интересам своего работодателя, чтобы не нарушить свои обязанности в отношении рынка и клиентов. В таких случаях действия, которые в других условиях были бы квалифицированы как нарушение обязанности по отношению к работодателю (нарушение инструкций работодателя, нарушение принципов и порядков, сохранение копий документов), могут быть вполне оправданы. Такие действия допустимы только в случаях, когда член или кандидат действует в целях защиты интересов клиента или деловой этики рынка, а не в своих личных интересах.

Характер трудовых отношений

Сфера инвестиций предполагает самые различные деловые отношения. Например, член или кандидат может выступать в роли работника по найму либо независимого подрядчика. Члены и кандидаты должны определить, являются ли они наемными работниками или же независимыми подрядчиками, чтобы определить применимость к ним требований Стандарта IV(A). Данный вопрос будет решаться главным образом в зависимости от степени контроля за работой члена или кандидата, осуществляемого организацией. Критерии определения контроля включают: установление часов и места работы и прочих параметров для члена или кандидата; предоставление материально-технических средств члену или кандидату; возмещение расходов члену или кандидату; поиск работы у других работодателей членом или кандидатом; число клиентов или работодателей, для которых работает член или кандидат.

Обязанности члена или кандидата, выступающего в качестве независимого подрядчика, регулируются устным или письменным соглашением между членом или кандидатом и его клиентом. Членам и

кандидатам необходимо тщательно оговаривать объем своих обязанностей и ожидаемые результаты с каждым отдельным клиентом. После вступления в отношения с клиентом члены и кандидаты обязаны соблюдать условия соглашения.

Рекомендуемые процедуры для соответствия

Работодатели могут устанавливать требования для своих работников следовать принятому ими кодексу поведения и правилам распорядка. Члены и кандидаты должны тщательно ознакомиться с политикой работодателя в этом отношении, чтобы удостовериться, что она не противоречит Кодексу и Стандартам. Ниже представлены вопросы, которые должны быть отражены в политике фирмы-работодателя членов или кандидатов. В случае отсутствия установленной политики в отношении этих вопросов члены и кандидаты должны стимулировать фирму-работодателя к принятию такой политики.

Политика в отношении оказания конкурирующих услуг

Член или кандидат должен осознавать любые ограничения со стороны действующего работодателя в отношении оказания своих профессиональных услуг сторонним лицам или компаниям. Политикой работодателя может быть предусмотрен порядок обращения с просьбой на разрешение предоставления услуг сторонним клиентам либо может запрещаться предоставление таких услуг вообще. Если работодатель настаивает на подписании соглашения о неконкуренции в рамках трудового договора, член или кандидат должен убедиться перед подписанием, что положения такого соглашения полностью ему понятны.

Политика в отношении прекращения трудовых отношений

Члены и кандидаты должны четко понимать политику своего работодателя в отношении прекращения трудовых отношений. Данная политика должна устанавливать порядок увольнения работников, в том числе порядок информирования клиентов и персонала о прекращении сотрудником трудовых отношений с компанией, а также дозволенность отправки уведомлений посредством социальных сетей. Политикой фирмы может также предусматриваться порядок передачи текущих дел (в т.ч. промежуточных результатов анализа и исследований) и обязанностей по управлению счетами.

Также данная политика должна затрагивать соглашения, позволяющие сотрудникам, прекращающим трудовые отношения с работодателем, удалять определенную информацию, связанную с клиентами.

Порядок сообщения о нарушениях

Члены и кандидаты должны быть осведомлены о политике фирмы-работодателя в отношении информирования о нарушениях и стимулировать своих работодателей к заимствованию передового опыта отрасли в этом вопросе. В соответствии с требованиями регулирующих органов многие фирмы обязаны обеспечивать процедуры, позволяющие работникам анонимно и конфиденциально сообщать факты возможного нарушения законодательства и этики в фирме.

Классификация работников

Члены и кандидаты должны понимать свой статус внутри фирмы-работодателя. Организациям рекомендуется унифицировать структуру классификации своих работников (например, работа на условиях неполного рабочего времени, полного рабочего времени, внешний подрядчик), а также определить, каким образом политика фирмы применяется в отношении каждой такой категории работников.

Примеры применения стандарта

Пример 1 (Переманивание клиентов работодателя)

Самуэль Мейги работает в должности управляющего пенсионными счетами в фирме Trust Assets, Inc., но его не устраивают условия работы, кроме того, ему предложили должность в фирме Fiduciary Management. Перед своим увольнением из Trust Assets Мейги просит четырех крупных клиентов закрыть счета в Trust Assets и открыть новые в фирме Fiduciary. Мейги также склоняет нескольких потенциальных клиентов подписать соглашения с фирмой Fiduciary Management. До этого Мейги проводил данным потенциальным клиентам презентации результатов деятельности от имени Trust Assets.

Комментарий: Мейги нарушил принцип трудовых отношений, согласно которому он должен действовать исключительно в интересах работодателя. Данная обязанность по отношению к Trust Assets у Мейги сохраняется до тех пор, пока он является сотрудником этой фирмы. Переманивание текущих и потенциальных клиентов Trust Assets неэтично и нарушает требования Стандарта IV(A).

Пример 2 (Присвоение документов и материалов бывшего работодателя)

Джеймс Хайтауэр работает на компанию Jason Investment Management Corporation в течение 15 лет. Свою карьеру он начинал с должности аналитика, впоследствии его обязанности расширились, и на данный момент он является старшим портфельным управляющим и членом комитета фирмы по инвестиционной политике. Хайтауэр решает уволиться из компании и заняться предпринимательской деятельностью в сфере управления инвестициями. Он не сообщает клиентам компании о своем уходе, так как не хочет, чтобы его обвинили в переманивании клиентов. Хайтауэр хочет сделать копии документов и данных, которые он разработал и с которыми работал в компании Jason, чтобы забрать с собой, это: (1) список клиентов с адресами, номерами телефонов и прочей информацией; (2) выписки со счетов клиентов; (3) шаблоны маркетинговых презентаций для потенциальных клиентов с информацией о результатах инвестиционной деятельности компании Jason; (4) Рекомендованный Jason список ценных бумаг; (5) модели для расчета оптимальной структуры портфелей клиентов с различными инвестиционными целями; (6) расчетные модели для выбора акций; и (7) электронные таблицы с ключевыми рекомендациями, разработанными Хайтауэром для компании в должности аналитика.

Комментарий: За исключением случаев, когда работодатель дает на то свое согласие, членам и кандидатам, прекращающим трудовые отношения, запрещается присваивать имущество работодателя, к которому среди прочего относятся учетные регистры и документы, любые записи, отчеты и иные материалы, поскольку такое действие может вступать в противоречие и нанести ущерб коммерческим интересам работодателя. Присвоение любой документации работодателя, даже если она была подготовлена самим членом или кандидатом, квалифицируется как нарушение Стандарта IV(A). К документации работодателя относится информация, хранимая как на бумажном носителе, так и на любых других средствах и носителях (например, персональные компьютеры, съемные носители, мобильные телефоны).

Пример 3 (Реагирование на слухи)

Рубен Уинстон управляет портфелями акций в Target Asset Management (TAM), крупной компании, занимающейся инвестиционным консультированием. Десять лет назад компания Philpott & Company, управляющая семейством взаимных фондов глобальных облигаций, приобрела компанию TAM в процессе диверсификации. После слияния совместная деятельность по ценным бумагам с фиксированным доходом процветала, но вот деятельность по управлению портфелями акций в компании TAM стала невостребованной. Спустя некоторое время были закрыты несколько пенсионных счетов, ориентированных на акции и находившихся в управлении TAM до слияния. Однажды Уинстон получает следующее сообщение на автоответчик от обеспокоенного клиента: “Добрый день! Говорят, что компания Philpott скоро объявит о продаже бизнеса вашей фирмы по управлению акциями фирме Rugged Life. Что происходит?” Уинстон и его коллеги не в курсе событий, поэтому очень удивлены. Они пытаются навести справки, но руководство Philpott все отрицает, а слухи упорно распространяются. Понимая, что от него что-то скрывают, Уинстон подумывает о том, чтобы самому инициировать выкуп работниками бизнеса TAM по управлению портфелями акций.

Комментарий: Выкуп бизнеса компании TAM по инициативе работника не будет считаться нарушением Стандарта IV(A), поскольку такие действия производятся с разрешения работодателя и в конечном счете клиентов. В данном примере, когда работники подозревают руководство и собственников в сокрытии информации, Уинстону следует обратиться за консультацией к юристу, чтобы принять правильное решение.

Пример 4 (Право собственности на выполненную ранее работу)

Лайра Клэй, безработная, хочет устроиться советником на условиях неполного рабочего дня, пока не найдет подходящую должность аналитика с полной занятостью. На собеседовании в фирме Bradley Associates, крупной компании по управлению активами институциональных инвесторов, Клэй сообщают, что на данный момент нет вакансий, но ее могут нанять на определенный период времени на условиях выплаты вознаграждения в твердой сумме для проведения исследования в отрасли беспроводных средств связи. Клэй будет предоставлен неограниченный доступ к материалам исследований Bradley, ей разрешат работать в офисах компании, использовать любые необходимые материально-технические средства в часы работы фирмы.

Директор по исследованиям фирмы Bradley не претендует на исключительное право на результаты исследования Клэй, поэтому договоренность у них устная.

Когда работа Клэй близится к завершению, ей поступает предложение занять позицию аналитика в отделе исследований брокерской фирмы Winston & Company, и она подумывает о том, чтобы отдать черновой вариант своего исследования для публикации в компанию Winston.

Комментарий: Несмотря на то что у Клэй нет письменно зафиксированных договорных обязательств по отношению к фирме Bradley, она обязана позволить этой компании использовать результаты проведенного ею исследования прежде, чем компания Winston & Company или Клэй используют эту информацию в своих интересах. То есть, если компания Bradley не даст разрешение Клэй на передачу исследования отрасли беспроводной связи в другую компанию и не откажется от прав на этот отчет, Клэй нарушит требования Стандарта IV (A), если она незамедлительно порекомендует фирме Winston сделки, которые рекомендованы в отчете для Bradley. Кроме того, Клэй запрещается брать из фирмы Bradley любые материалы, отчеты и иную собственность фирмы, которой она могла воспользоваться.

Пример 5 (Право собственности на выполненную ранее работу)

Эмма Мадэлайн недавно окончила колледж и является кандидатом Программы CFA. Летом она проходит неоплачиваемую стажировку в компании Murdoch and Lowell. Руководство пытается привести деятельность этой компании в соответствие со стандартами GIPS (Глобальными стандартами оценки результатов инвестирования), и Мадэлайн поручают оказывать помощь в этом. Два месяца спустя Мадэлайн откликается на вакансию в фирме McMillan & Company, которая также планирует заявить о своем соответствии стандартам GIPS. Мадэлайн устраивается на работу в фирму McMillan. Перед тем как уйти из Murdoch, она копирует программное обеспечение, в разработке которого принимала участие, поскольку полагает, что оно будет полезно на новой должности.

Комментарий: Несмотря на то что Мадэлайн не получала денежного вознаграждения за свою работу в фирме Murdoch, она пользовалась ресурсами фирмы в ходе разработки программного обеспечения, и она будет считаться работником фирмы, так как оплата ее труда выражалась в приобретенном опыте и полученных знаниях в ходе стажировки. Мадэлайн нарушила Стандарт IV(A), поскольку скопировала программное обеспечение, то есть незаконно присвоила собственность фирмы Murdoch без разрешения.

Пример 6 (Переманивание клиентов бывшего работодателя)

Деннис Эллиот нанял Сэма Чисольма, который до этого работал на его конкурента. Чисольм проработал у предыдущего работодателя 18 лет. Начав свою трудовую деятельность у Эллиота, Чисольм хочет связаться со своими бывшими клиентами, поскольку хорошо знаком с ними и уверен, что многие из них последуют за ним и его услугами к новому работодателю. Чисольм нарушит Стандарт IV(A), если свяжется со своими бывшими клиентами?

Комментарий: Поскольку данные о клиентах являются собственностью фирмы, обращение к бывшим клиентам по какой бы то ни было причине посредством использования списка клиентов либо иной информации, которую без разрешения присвоил бывший работник, будет квалифицировано как нарушение Стандарта IV(A). Кроме того, характер и степень общения с бывшими клиентами могут быть ограничены условиями соглашения о неконкуренции, заключенного между работодателем и бывшим работником и регулирующего отношения с клиентами фирмы по прекращении трудового договора. При этом само по себе знание имен и факта существования бывших клиентов не является конфиденциальной информацией, как и умения и опыт, полученные работником, не будут относиться к “конфиденциальной” и “не подлежащей разглашению” информации. Кодекс и Стандарты не запрещают использовать опыт и знания, полученные у одного работодателя, в работе на другого. Также Кодекс и Стандарты не запрещают общаться с бывшими клиентами в случае отсутствия соглашения о неконкуренции. Члены и кандидаты могут использовать информацию, находящуюся в открытом доступе, для получения контактных данных своих бывших клиентов, и это не будет считаться нарушением Стандарта IV(A).

В случае отсутствия соглашения о неконкуренции Чисольм не нарушает требования Стандарта IV(A) при условии, что он соблюдает приверженность интересам своего работодателя до момента перехода в фирму Elliot, не предпринимает мер к переманиванию клиентов до момента увольнения, а также не использует материалы бывшего работодателя без разрешения после прекращения трудовых отношений с ним.

Пример 7 (Создание новой компании)

Джеральдин Аллен в данный момент работает в лицензированной инвестиционной компании в должности аналитика по рынкам акций. Она регистрирует собственную фирму, которая будет считаться конкурирующей с компанией ее работодателя. Работодателя она об этом не уведомляет. Но Аллен не начинает активно заниматься поиском клиентов. Считается ли регистрация такой конкурирующей компании в соответствующих органах власти нарушением Стандарта IV(A)?

Комментарий: Подготовка Аллен к открытию своей компании и ее регистрация в регулирующих органах никак не вредит работе Аллен на текущего работодателя, при условии, что такую подготовку она осуществляла в свободное от работы время и вне стен фирмы, а также что она не будет переманивать клиентов работодателя или иным образом управлять новой компанией, пока не будут прекращены трудовые отношения с текущим работодателем.

Пример 8 (Конкуренция с текущим работодателем)

Группа работников планирует уволиться из компании в течение ближайших недель, ими были предприняты соответствующие меры во избежание любых действий, которые могли бы нарушить их обязанности по отношению к текущему работодателю. Им стало известно, что один из клиентов фирмы оставил запрос на получение коммерческих предложений кандидатур нового инвестиционного советника. Данный запрос он отправил их работодателю и в другие фирмы, являющиеся его конкурентами. Группа этих работников уверена в том, что новая фирма, которую они откроют, будет удовлетворять квалификационным требованиям запроса и подходить по виду деятельности. Срок подачи заявок закончится до момента увольнения. Могут ли эти работники отправить заявку в ответ на запрос клиента от имени будущей новой фирмы?

Комментарий: Отправка заявки в ответ на запрос предложений группой этих работников в то время, как и их работодатель также отправляет заявку данному клиенту, будет считаться прямой конкуренцией между работниками и работодателем.

Данное поведение будет квалифицировано как нарушение требований Стандарта IV(A) за исключением случаев, когда у работников имеется соответствующее разрешение от их работодателя, а также организации, направившей запрос коммерческих предложений.

Пример 9 (Внеслужебная оплачиваемая деятельность)

Альфонсо Мота работает в должности исследователя-аналитика в компании Tyson Investments, а еще на условиях неполного рабочего времени в должности мэра своего города. Должность является оплачиваемой. Необходимо ли Мота разрешение от фирмы Tyson, чтобы работать в должности мэра?

Комментарий: Если обязанности мэра трудоемки и требуют много времени, то есть могут отразиться на качестве работы Мота на фирму Tyson, ему необходимо обсудить такую внеслужебную деятельность с работодателем и согласовать свою личную жизнь с трудовыми обязанностями.

Пример 10 (Переманивание бывших клиентов)

После прекращения трудовых отношений с работодателем Шавна МакКвиллен открывает собственную фирму. Соглашения о неконкуренции, которое бы запрещало ей переманивать бывших клиентов, у нее с бывшим работодателем не было. Покидая компанию, она не взяла ни списка клиентов, ни их контактных данных, а на своем персональном компьютере она удалила всю информацию, имеющую отношение к бывшему работодателю, включая контакты клиентов. Она находит в открытых источниках номера телефонов своих бывших клиентов и звонит им с целью предложить услуги своей новой фирмы.

Комментарий: МакКвиллен не нарушает требования Стандарта IV(A), поскольку не использовала информацию и материалы, принадлежащие ее бывшему работодателю, кроме того, не было никаких дополнительных соглашений, которые бы запрещали ей предлагать свои услуги бывшим клиентам.

Пример 11 (Информирование о нарушениях)

Мерedit Расмуссен работает в отделе торговых операций на стороне покупки и специализируется на внутренних сделках для хедж-фонда, которым в свою очередь управляет группа профессионалов из этой инвестиционной фирмы. Фонд очень успешен и котируется фирмой на международных рынках. Будучи трейдером на протяжении большей части существования этого фонда, Расмуссен в достаточной мере осведомлена о стратегии фонда, его тактике и результативности. Однако, когда случается значительное падение рынка и, соответственно, когда многие ценные бумаги данного хедж-фонда сильно теряют в цене, Расмуссен обращает внимание, что в отчете о результатах хедж-фонда это падение не отражается. По своему опыту она знает, что отсутствие какого-либо эффекта в этом случае маловероятно. Она обращается к директору отдела торговых операций и выражает свою обеспокоенность данным фактом, но он ей дает указание не задавать никаких вопросов, и, по его мнению, фонд крупный и успешный, а остальное ее не касается. Но понимая, что не все чисто, она обращается к специалисту отдела комплаенса, отвечающему за соблюдение регуляторных норм, который также советует ей не вмешиваться в вопросы, касающиеся представления результатов хедж-фонда.

Комментарий: Расмуссен явно столкнулась с нарушением политик, процедур и практики комплаенса. Если не удастся найти решения проблемы совместно со своим непосредственным руководителем

и специалистом по комплаенсу, Расмуссен необходимо свериться с политикой фирмы по информированию о нарушениях, чтобы узнать, что ей делать, чтобы довести до руководства фирмы возникшие сомнения. Действия сотрудников отдела по управлению инвестициями, которые потенциально нарушают стандарты этики, являются достаточным основанием для дальнейшего раскрытия информации об этом, и таким образом, сообщение Расмуссен о возможных недобросовестных действиях не будет являться нарушением Стандарта IV(A).

См. также Стандарт I(D) “Недобросовестное поведение” и Стандарт IV(C) “Обязанности руководителей”.

Пример 12 (Переманивание бывших клиентов)

Энджел Кром работает в отделе частного банковского обслуживания банка YBSafe уже на протяжении восьми лет. Она добилась больших успехов и наработала приличный клиентский портфель, но на данный момент ее работодатель потерял репутацию, и Кром разочарована, а также обеспокоена тем, что это негативно отразится на ее клиентах. Известный на местном рынке специалист по подбору персонала позвонил Кром несколько дней назад и предложил интересную должность в другом частном банке, являющемся конкурентом ее текущего работодателя. В этом банке предусмотрена хорошая поощрительная премия при принятии на должность советников с собственным клиентским портфелем. По подсчетам Кром, она может увести за собой, по меньшей мере, 70% своих клиентов, и подписывает новый трудовой договор.

Комментарий: Кром имеет право связаться со своими бывшими клиентами после прекращения трудовых отношений с банком YBSafe, но ей запрещается использовать учетные данные клиентов, которые она составляла и с которыми работала, будучи работником банка YBSafe. Списки клиентов относятся к информации, являющейся собственностью бывшего работодателя, использование такой информации работником в своих собственных интересах запрещается. Это относится к информации на бумажных, электронных и иных носителях и будет квалифицировано как нарушение Стандарта IV(A). При этом использование контактной информации бывших клиентов из открытых источников считается нарушением не будет.

Пример 13 (Уведомление о необходимости соблюдения требований Кодекса и Стандартов)

Криста Смит относительно недавно работает в должности помощника трейдера в отделе ценных бумаг с фиксированной доходностью в одном крупном инвестиционном банке. Она входит в команду, которая занимается структурированием долговых обязательств, обеспеченных ценными бумагами, имеющимися на балансе отдела торговых операций. На одном из собраний руководство дает разъяснения о возможности разделения обеспеченных долговых обязательств на транши с разным уровнем риска для продажи клиентам фирмы. После того как руководство покидает собрание, директор отдела торговых операций распределяет обязанности в группе и говорит: “Настало время избавиться от хлама, в котором мы погрязли. Замаскируем его рейтингом и непонятным толстенным проспектом, так что не стесняемся, делим. Шутка”. Смит смутила такая странная шутка, и она спросила у коллег, что же имел в виду директор. Все ответили, что он шутил, конечно, но есть в его шутке доля правды, поскольку руководство фирмы относится к таким обеспеченным долговым обязательствам как возможности улучшить качество ценных бумаг, имеющихся на балансе фирмы.

Обеспокоенная вопросом соблюдения этики на рабочем месте, Смит решает проконсультироваться со своим руководителем. Она выражает свое беспокойство и предоставляет директору отдела торговых операций копию Кодекса и Стандартов. Она напоминает о том, что необходимо ставить интересы клиентов выше интересов фирмы, и сообщает, что, возможно, создание новых обеспеченных долговых обязательств не будет соответствовать данному принципу. Директор уверяет Смит, что будет проведен соответствующий анализ для определения ценных бумаг, подходящих в качестве обеспечения. Кроме того, рейтингование будет проводиться независимой фирмой, а в проспекте будет содержаться полная и достоверная информация. Сомнения Смит развеялись после этих разъяснений, но все же она решает ознакомиться с порядком и требованиями компании в отношении информирования о возможных нарушениях политики компании и законодательства о рынке ценных бумаг.

Комментарий: Благодаря тому что Смит ознакомится с порядком и требованиями компании в отношении информирования о нарушениях, она будет знать, каким образом следует действовать, если вдруг в процессе структурирования обеспеченных долговых обязательств ею будут замечены неэтичные действия со стороны коллег. Действия Смит соответствуют принципам, установленным Кодексом и Стандартами, в плане приоритета интересов клиентов и приверженности интересам работодателей. Смит заострила внимание на необходимости соблюдения высокого уровня этического поведения при осуществлении профессиональной деятельности, предоставив копию Кодекса и Стандартов своему руководителю.

Пример 14 (Прекращение трудовых отношений)

Лаура Вебб только что уволилась с должности портфельного аналитика компании Research Systems, Inc. (RSI). В рамках трудового договора с ней было также подписано соглашение о запрете переманивания клиентов компании RSI для оказания им любых услуг, связанных с инвестированием, сроком на два года. Сразу после увольнения Вебб ей сообщили, что компания RSI незамедлительно свяжется с ее клиентами и представит нового аналитика, занявшего ее должность.

Работая на RSI, Вебб общалась со своими клиентами, коллегами и друзьями через социальную сеть LinkedIn. Здесь ее деловые и личные контакты переплетались, поскольку многих своих клиентов она считала своими друзьями. Понимая, что профиль в LinkedIn будет очень полезен ей в дальнейшей трудовой деятельности, она обновила данные своего профиля через несколько дней после увольнения из RSI. Список контактов Вебб в LinkedIn получил автоматическое оповещение об изменении статуса занятости.

Комментарий: Еще до момента прекращения трудовых отношений Вебб должна была обсудить с работодателем информацию о клиентах, имеющуюся в ее социальных сетях. Обновив свой профиль на LinkedIn после того, как RSI уведомит клиентов и после окончания трудовых отношений, она верно расставила приоритеты, поставив интересы работодателя выше своих личных. Кроме того, она не нарушила соглашения о запрете переманивания клиентов, при условии, что в нем отсутствовали положения, запрещающие ей любое общение с клиентами на протяжении двух лет.

Пример 15 (Конфиденциальная информация)

Санджай Гупта — исследователь-аналитик в компании Naram Investment Management (NIM). NIM практикует коллективный подход при выполнении исследований для разработки рекомендаций по инвестиционным возможностям. Гупта, как все остальные, оставляет еженедельно комментарии для клиентов компании NIM в блоге компании на сайте, доступ к которому осуществляется по паролю. В соответствии с политикой компании любые публикации для сайта необходимо предварительно утверждать в отделе комплаенса. Любые мнения, высказываемые через сайт, будут считаться точкой зрения компании NIM.

Гупта также ведет личный блог, в котором делится опытом со своими друзьями и членами своей семьи. И как обычно бывает, личный блог Гупты доступен для чтения широкому кругу читателей, которые могут найти его через различные информационно-поисковые системы. Обычно, когда Гупта не согласен с коллективным мнением NIM, он в своем личном блоге публикует свое мнение в противовес комментариям, уже опубликованным на сайте компании NIM. По его мнению, он сообщает своим читателям более полные прогнозные данные по возможностям инвестирования.

Комментарий: Гупта нарушает требования Стандарта IV(A), поскольку раскрывает конфиденциальную информацию фирмы в своем блоге. Рекомендации, которые предоставляются клиентам фирмы на сайте NIM, доступны ограниченному кругу лиц, а в своем личном блоге Гупта раскрывает их всем желающим. Кроме того, публикуя комментарии по исследованиям в личном блоге, Гупта использует ресурсы фирмы в своих личных интересах. В соответствии с требованиями Стандарта IV(A) членам и кандидатам необходимо получение разрешения работодателя на использование ресурсов компании.

Стандарт IV(B). Дополнительные вознаграждения

В отсутствие письменного разрешения всех заинтересованных лиц членам и кандидатам запрещается принимать подарки, льготы, выплаты или иные виды вознаграждения, которые ведут или могут привести к конфликту с интересами работодателя.

Руководство по применению

В соответствии со Стандартом IV(B) членам и кандидатам необходимо получить предварительное разрешение от своего работодателя на получение вознаграждений и прочих благ от третьих лиц за услуги, оказанные работодателю, либо любые другие услуги, которые противоречат интересам работодателя. Вознаграждение и блага включают в себя прямое или косвенное денежное вознаграждение, выплачиваемое клиентом, а также иные блага, полученные от третьих лиц. "Письменное согласие" подразумевает любую форму представления информации, которая может быть подтверждена документально (например, письмо, отправленное на электронную почту, которое можно скачать и документально оформить).

Членам и кандидатам необходимо разрешение на получение дополнительных вознаграждений/благ, поскольку подобные действия могут негативно отразиться на соблюдении лояльности и объективности, а также привести к потенциальному конфликту интересов. Раскрытие информации о получении дополнительного вознаграждения работником позволит работодателю учесть такие внешние договоренности в ходе оценки действий и побудительных причин членов и кандидатов. Кроме того, работодатель имеет право быть осведомленным о размере всех вознаграждений/благ, полученных своими работниками, чтобы иметь возможность оценить реальную стоимость услуг, предоставляемых членами и кандидатами.

Возможны случаи трудоустройства членов и кандидатов на условиях неполного рабочего времени. Работа на условиях неполного рабочего времени устанавливается, когда сотрудник посвящает работе меньшее количество часов в неделю, чем установлено нормой. Члены и кандидаты должны обсуждать в процессе обсуждения условий и приема на работу возможные ограничения своих возможностей по предоставлению услуг, которые могут противоречить интересам их работодателя. Требования Стандарта IV(B) будут применяться к ограничениям, установленным на тот момент.

Рекомендации по исполнению обязанностей

Членам и кандидатам необходимо незамедлительно направить своему руководителю и руководителю, ответственному за обеспечение соответствия требованиям, письменное уведомление о намерении получить дополнительное вознаграждение за предоставление услуг в дополнение к вознаграждению либо материальным благам, выплачиваемым им работодателем, с указанием суммы такого вознаграждения. Сведения, указанные в данном уведомлении, должны быть утверждены стороной, предлагающей выплату дополнительного вознаграждения, в том числе поощрительного вознаграждения по результатам работы, уплачиваемого клиентом. В таком письменном уведомлении необходимо указать условия соглашений, согласно которым будет производиться выплата дополнительного вознаграждения члену или кандидату; условия включают в себя форму вознаграждения, приблизительную сумму, а также срок действия такого соглашения.

Примеры практического применения стандарта

Пример 1 (Уведомление о премии, полученной от клиента)

Геофф Уитман, портфельный аналитик компании Adams Trust, управляет счетом своей клиентки Кэрол Кокран. Уитман получает заработную плату от своего работодателя, а Кокран оплачивает услуги компании по стандартному тарифу в соответствии с рыночной стоимостью активов, входящих в состав ее портфеля. Кокран делает Уитману предложение, согласно которому в год, когда доходность ее портфеля достигнет 15% до вычета налогов, он и его жена за ее счет полетят в Монако и смогут пожить в ее квартире там в третью неделю января. Уитман не сообщает своему работодателю о такой договоренности и в январе отдыхает в Монако в качестве гостя Кокран.

Комментарий: Уитман нарушил требования Стандарта IV(B), поскольку не поставил своего работодателя в известность о своей договоренности с клиентом о предоставлении вознаграждения в случае выполнения им определенного условия. Характер договоренности может привести к личной заинтересованности управляющего в отношении счета Кокран, что негативно отразится на

результатах других счетов, управление которыми осуществляет Уитман от имени компании Adams Trust. Уитману необходимо было получить согласие работодателя на получение дополнительного вознаграждения.

Пример 2 (Уведомление о получении вознаграждения от третьих лиц)

Терри Джонс входит в состав совета директоров компании Exercise Unlimited, Inc. В качестве платы за услуги Джонс и члены его семьи пользуются неограниченными привилегиями на всех объектах компании Exercise Unlimited. Джонс покупает акции компании Exercise Unlimited для счетов клиента, по критериям которых они подходят. Джонс не сообщает своему работодателю о данном действии, поскольку не получает денежного вознаграждения за свои услуги.

Комментарий: Джонс нарушил требования Стандарта IV(B), поскольку не раскрыл своему работодателю информацию о вознаграждении, полученном им в обмен на услуги, оказываемые в рамках членства в совете директоров компании. Подобные неденежные формы вознаграждений наравне с обычной оплатой услуг могут привести к конфликту интересов.

Пример 3 (Предварительное разрешение на получение вознаграждения от третьих лиц)

Джонатан Холлис работает в должности аналитика нефтегазовой отрасли в компании Specialty Investment Management. На данный момент он рекомендует к покупке акции компании ABC Oil и публикует объемный, хорошо проработанный аналитический отчет в обоснование своей рекомендации. По истечении нескольких недель с момента публикации отчета Холлису звонят из отдела по связям с инвесторами компании ABC Oil и сообщают, что генеральный директор компании Томас Эндрюс ознакомился с отчетом и ему очень понравился подход аналитика к бизнесу и его компании. Директор компании по связям с инвесторами приглашает Холлиса в офис компании ABC Oil для обсуждения вопросов отрасли. Компания предлагает отправить самолет за Холлисом и организовать проживание на время его визита. Получив соответствующие разрешения, Холлис принимает предложение о встрече с генеральным директором, но от предложений по организации его поездки отказывается.

Эндрюс и Холлис встречаются через несколько недель и обсуждают вопросы нефтяного бизнеса и отчет Холлиса. После встречи Холлис обедает с Эндрюсом и директором по связям с инвесторами в элитном ресторане неподалеку от головного офиса ABC Oil.

По возвращении в свою компанию Холлис представляет полный отчет о встрече руководителю отдела исследований, в рамках которого сообщает информацию об обеде, на котором присутствовал.

Комментарий: В действиях Холлиса отсутствуют нарушения Стандарта IV(B). Своими действиями по предварительному получению необходимых разрешений и отказу от организации принимающей стороной его поездки Холлис старался избежать возможного конфликта интересов компании-работодателя и ABC Oil. Поскольку место проведения обеда не было заведомо известно Холлису и он правомерно сообщил информацию об обеде руководству по возвращении из поездки, факт посещения им обеда не должен негативно отразиться на объективности его исследований. Раскрытие информации об обеде позволит компании Specialty Investment Management оценить, окажет ли он влияние на будущие отчеты и рекомендации Холлиса, связанные с деятельностью компании ABC Oil.

Стандарт IV(C). Обязанности руководителей

Члены и кандидаты обязаны прилагать разумные усилия для обеспечения соблюдения работающими под их руководством лицами действующих законов, правил и положений, а также Кодекса и Стандартов.

Руководство по применению

Основные вопросы:

- Система внутреннего контроля и руководство
- Руководство и выявление нарушений

В соответствии со Стандартом IV(C) члены и кандидаты обязаны содействовать соблюдению всеми сотрудниками, работающими под их руководством и в их подчинении, требований применимых законов, правил, нормативных положений, политики фирмы, а также Кодекса и Стандартов.

Обязанности по руководству устанавливаются для всех специалистов по инвестициям, у которых имеются работники, находящиеся в подчинении и исполняющие свои обязанности под их руководством, независимо от того, являются ли такие работники членами Института CFA, финансовыми аналитиками, имеющими сертификат CFA, либо кандидатами Программы CFA. Члены и кандидаты, занимающие руководящие должности, также обязаны тщательно изучить Кодекс и Стандарты с тем, чтобы использовать их в ходе выполнения своих обязанностей по руководству.

Профессиональное поведение, представляющее разумное руководство, в каждом конкретном случае зависит от количества сотрудников в подчинении у руководителя и работы, выполняемой данными сотрудниками. Члены и кандидаты с большим количеством подконтрольных работников могут не справляться с оценкой поведения данных работников на непрерывной основе. Такие члены и кандидаты могут поручить исполнение своих обязанностей по руководству подчиненным лицам, которые будут напрямую контролировать работу остальных работников. В соответствии со Стандартом IV(C) в обязанности члена или кандидата входит инструктирование подчиненных лиц, которым поручается исполнение их обязанностей по руководству, о способах обеспечения соответствия требованиям, в том числе предотвращения и выявления случаев нарушения законов, правил, нормативных положений, политики фирмы, а также Кодекса и Стандартов.

Стандартом IV(C) устанавливается требование к членам и кандидатам, исполняющим обязанности по руководству, принимать разумные шаги к предотвращению и выявлению случаев нарушений как минимум путем введения эффективных систем внутреннего контроля. Однако эффективная система внутреннего контроля не ограничивается лишь принятием кодекса корпоративной этики, введением политики и процедур обеспечения соответствия кодексу и применимому законодательству, а также анализом действий работников с целью определения соблюдения ими правил.

Для эффективного контроля членам и кандидатам необходимо организовывать на постоянной или плановой основе программы корпоративного обучения и подготовки для работников, находящихся у них в подчинении. Такие программы помогут работникам действовать этично в рамках применимой правовой системы в ходе выполнения своих профессиональных обязанностей.

В дополнение к этому применение различных мер стимулирования, как материального, так и иного характера, не только за результаты в профессиональной деятельности своих сотрудников, но и в качестве премирования за этическое поведение поможет добиться максимального соблюдения правовых и этических обязанностей работниками.

Как правило, в крупных организациях у членов и кандидатов могут быть обязанности по контролю без полномочий устанавливать либо изменять политику и процедуры комплаенса, а также систему поощрения на уровне всей фирмы. Подобные ограничения не должны лишать членов и кандидатов возможности работать со своим вышестоящим руководством и разрабатывать и внедрять в пределах фирмы эффективные инструменты осуществления внутреннего контроля, в числе которых:

- кодекс этики,
- политика и процедуры внутреннего контроля,
- программы корпоративного обучения и подготовки,
- система мер стимулирования этического поведения,
- принятие стандартов передовой практики (например, стандартов GIPS, Кодекса управляющего активами Института CFA).

Член или кандидат, наделенный обязанностями по руководству, должен доводить до сведения руководства фирмы данные о ненадлежащей системе внутреннего контроля, а также рекомендовать меры по ее корректировке. В случае явной невозможности выполнения своих обязанностей по руководству в

связи с отсутствием системы внутреннего контроля либо ненадлежащей системой члену или кандидату следует письменно уведомить руководство фирмы об отказе от выполнения обязанностей по руководству до момента принятия в фирме приемлемых процедур, которые позволят надлежащим образом обеспечивать контроль.

Система внутреннего контроля

Члены и кандидаты, выполняющие обязанности по руководству, должны понимать, что представляет собой надлежащая система внутреннего контроля для их фирмы, а также принимать разумные меры к тому, чтобы соответствующие процедуры внутреннего контроля были приняты, документально оформлены, доведены до сведения соответствующих сотрудников фирмы и соблюдались. Надлежащие процедуры — это процедуры, соответствующие требованиям стандартов отрасли, нормативных положений, Кодекса и Стандартов, а также специфике деятельности фирмы. С момента введения таких процедур руководитель обязан принимать разумные меры к обеспечению их постоянного контроля и соблюдения.

С целью обеспечения эффективности процедуры внутреннего контроля необходимо принять до наступления случаев нарушения закона или Кодекса и Стандартов. Несмотря на то что представляется невозможным предусмотреть все потенциальные нарушения, необходимо предусмотреть действия, которые наиболее вероятно могут привести к противоправному поведению. Программы внутреннего контроля должны соответствовать размеру и типу организации. Членам и кандидатам также необходимо проанализировать типовые процедуры и прочие программы в соответствующей отрасли, чтобы удостовериться, что процедуры, принятые в фирме, удовлетворяют минимальным требованиям стандартов в данной отрасли.

В случаях, когда руководителю стало известно о фактах нарушения законодательства либо Кодекса и Стандартов своими подчиненными, он должен незамедлительно инициировать оценку степени опасности данного нарушения.

Одних лишь показаний работника о степени нарушения и заверений в том, что такого действия больше не повторится, будет недостаточно. Также недостаточно будет сообщения о таком неверном действии вышестоящему руководству и предупреждения такого работника о необходимости приостановки деятельности. В период ожидания результатов расследования руководителю необходимо принять меры к недопущению повторного нарушения, например, путем наложения ограничений на деятельность работника либо усиления контроля за его деятельностью.

Выявление нарушений

Члены и кандидаты, выполняющие обязанности по руководству, обязаны также принимать разумные меры к выявлению нарушения законов, правил, нормативных положений, политики фирмы, а также Кодекса и Стандартов. Руководители осуществляют разумный контроль путем установления и внедрения письменно оформленных процедур внутреннего контроля, а также обеспечения их исполнения в ходе периодических проверок. Если членом или кандидатом приняты соответствующие процедуры, а также меры к созданию эффективной программы внутреннего контроля, но не выявлены нарушения, которые произошли, несмотря на предпринятые меры, то, возможно, он не нарушил Стандарт IV(C), однако тот факт, что нарушения все же происходят, свидетельствует о неудовлетворительных процедурах внутреннего контроля. Кроме того, в некоторых случаях может быть недостаточно введения таких процедур для выполнения обязанности, предусмотренной Стандартом IV(C). Нарушением данного Стандарта могут считаться случаи, когда член или кандидат знает либо должен знать, что процедуры внутреннего контроля, в которые входит выявление и предотвращение нарушений, не соблюдаются.

Рекомендации по исполнению обязанностей

Кодексы этики или процедуры внутреннего контроля

Членам и кандидатам следует рекомендовать своим работодателям принятие кодекса этики. Кодекс этики является чрезвычайно важным звеном в установлении этических принципов для фирм, предоставляющих услуги инвестиционного консультирования, и их работников. Такие кодексы этики официально подчеркивают и закрепляют обязанности соблюдения лояльности по отношению к клиентам, обеспечивают защиту клиентов посредством предотвращения недобросовестного поведения, а также помогают сохранить репутацию фирмы.

Существует различие между кодексом этики и специальными политиками и процедурами, которые требуются для обеспечения соответствия требованиям кодексов и законов и нормативно-правовых актов,

регулирующих обращение ценных бумаг. Несомненно, и кодексы, и политики, и процедуры очень важны, но кодекс этики должен содержать фундаментальные принципиальные понятия этических и фидуциарных отношений, обязательные к соблюдению всеми сотрудниками фирмы. Благодаря этому фирмы могут наилучшим образом донести до сотрудников и клиентов идеалы этики, к которым стремятся советники по инвестициям. Эти понятия необходимо внедрять в рамках подробной политики и процедур внутреннего контроля в масштабах всей фирмы. Такие процедуры помогают сотрудникам фирмы в исполнении обязанностей в соответствии с кодексом этики и повышают вероятность того, что идеалы, изложенные в кодексе, станут нормой в повседневной деятельности фирмы.

Отдельные кодексы этики должны быть написаны простым языком и предусматривать общие понятия фидуциарных отношений. Не нужно перегружать их многочисленными подробными процедурами. Такие кодексы максимально эффективно подчеркивают важность того, что сотрудники являются доверительными лицами и что они обязаны всегда действовать добросовестно. Включение процедур внутреннего контроля в кодекс этики фирмы будет противоречить цели закрепления обязанностей сотрудников по соблюдению этических норм.

Отделение кодекса этики от процедур внутреннего контроля также сократит, а может, и вовсе поможет избавиться от юридической терминологии и типовых формулировок, которые могут привести к непониманию обычным человеком основополагающих этических принципов. Формулировка принципов, представленных в кодексе этики, должна быть доступной и понятной, что позволит добиться формирования культуры поведения и профессиональной этики сотрудников, а не простого следования правилам.

Члены и кандидаты должны стимулировать своих работодателей к тому, чтобы те предоставляли кодексы этики клиентам. В таком случае простой и доходчивый текст кодекса будет наиболее понятен и клиентам фирмы. Кодекс, не перегруженный процедурами внутреннего контроля, будет наиболее эффективным с точки зрения донесения мысли о приверженности фирмы этическим принципам ведения бизнеса и интересам своих клиентов.

Надлежащие процедуры внутреннего контроля

Стандарт IV(C) требует от руководителей определения ситуаций, когда возможно нарушение законодательства либо Кодекса и Стандартов, а также установления и обеспечения выполнения процедур внутреннего контроля для предотвращения таких нарушений. Процедуры внутреннего контроля считаются надлежащими, если:

- представлены в форме руководства, написанного доступным языком и учитывающего специфику фирмы;
- просты для понимания;
- назначен специалист по внутреннему контролю и его полномочия и обязанности четко определены, а также у него имеются достаточные ресурсы и полномочия для реализации процедур внутреннего контроля фирмы;
- описана структура подчиненности и разграничены обязанности руководителей;
- предусмотрена система сдержек и противовесов;
- определены сферы действия процедур;
- описаны правила документирования и оценки процедур внутреннего контроля;
- охарактеризовано допустимое поведение;
- установлены процедуры сообщения о нарушениях и меры ответственности.

Если уже имеется программа внутреннего контроля, руководитель обязан:

- довести содержание программы до сведения соответствующих сотрудников фирмы;
- периодически обновлять процедуры с целью обеспечения их соответствия текущим требованиям законодательства;
- проводить обучение соответствующих сотрудников по процедурам комплаенса на непрерывной основе;
- включить оценку профессионального поведения в оценку эффективности работы сотрудника;
- проверять действия сотрудников на предмет соответствия требованиям и определять нарушителей;
- принимать меры к принудительному соблюдению процедур в случае выявления нарушений.

В случае выявления нарушения руководитель обязан:

- незамедлительно отреагировать;
- провести тщательное расследование с целью определения масштабов нарушения;
- усилить контроль либо наложить соответствующие ограничения на лицо, совершившее нарушение, до тех пор, пока не станут известны результаты расследования;
- пересмотреть процедуры на предмет необходимости внесения изменений с целью недопущения подобных нарушений в будущем.

Обучение по вопросам комплаенса

Несомненно, никакие программы обучения и информирования не в силах остановить лицо, имеющее намерение совершить мошеннические действия с целью личного обогащения. Но подавляющее большинство специалистов в области инвестиций стремятся путем честной работы для своих клиентов и работодателей добиться личного успеха.

Проведение регулярного обучения по вопросам этики и комплаенса в комплексе с принятием кодекса этики чрезвычайно важно для инвестиционных фирм, заинтересованных в формировании культуры профессиональной этики и создания условий, в которых сотрудники в порядке обыкновения следуют принципам этики и требованиям законодательства. Такие программы обучения и подготовки помогут сотрудникам распознавать потенциально опасные области с точки зрения нарушения этических норм и законодательства, а также определять обстоятельства и факторы, способные повлиять на этическую оценку. Посредством программ обучения руководители могут научить своих подчиненных использовать на практике требования кодекса этики, принятого фирмой. Также обучение помогает работникам осознать взаимосвязь законопослушного и этического поведения с долгосрочным успехом коммерческой деятельности; уверенная и развитая культура внутреннего контроля фирмы дает понять клиентам, как настоящим, так и потенциальным, что фирма, исполняя свои обязанности по обслуживанию клиентов, действительно ставит во главу угла принципы этики.

Система мер стимулирования

Даже если работники желают сделать правильный выбор и следовать принципам этики и если они знают о различных подводных камнях, они все равно могут попасть под влияние общей корпоративной культуры, установка которой гласит: “Добиться любой ценой”. Здесь результат важнее способов его достижения, а этическое поведение не поощряется.

В силах руководителей поддержать естественное желание сотрудников “действовать правильно” посредством формирования культуры профессиональной этики. Руководителям необходимо проанализировать систему стимулирования на предмет ее соответствия принципу поощрения за достижение результатов прибыли и доходности за счет соблюдения этического поведения. Возможны ситуации, когда закрываются глаза на способ достижения желаемого результата и поощряется дисфункциональное или контрпродуктивное поведение. Только путем привязки вознаграждений и мер стимулирования к интересам клиентов и к тому, как достигается результат, а не к тому, сколько получит фирма, возможно формирование культуры профессиональной этики у работников.

Примеры практического применения Стандарта

Пример 1 (Контроль за проведением исследований)

Джейн Матток, старший вице-президент и глава отдела исследований компании H&V, Inc., местной брокерской фирмы, решает изменить рекомендацию по акциям компании Timber Products с “покупать” на “продавать”. В соответствии с процедурами, принятыми в компании H&V, она устно сообщает некоторым другим членам руководства H&V свое предложение по изменению рекомендации до публикации соответствующего отчета. После разговора Дитер Фремтон, один из членов руководства, подотчетных Матток, сразу же продает акции Timber со своего собственного счета и с нескольких доверительных счетов клиентов. Кроме того, другие сотрудники сообщают некоторым институциональным клиентам об изменениях в рекомендации до момента ее публикации и доведения до сведения всех клиентов компании H&V, получившим отчеты с предыдущими рекомендациями по акциям компании Timber.

Комментарий: Матток нарушила требования Стандарта IV(C), поскольку не проконтролировала надлежащим образом действия подотчетных ей лиц. Она не предотвратила распространение информации об изменении рекомендации и ее использование для осуществления сделок лицами, которым данная информация стала известна, а также не установила соответствующие процедуры, которые могли бы помочь этого не допустить. Матток необходимо убедиться, что в фирме имеются процедуры проверки или регистрации любых сделок с акциями, по которым произошло неопубликованное изменение в рекомендации. При помощи надлежащих процедур можно было уведомить подчиненных об их обязанностях и обнаружить факты продажи акций Фремтоном и отдельными клиентами.

Пример 2 (Контроль за проведением исследований)

Дейон Миллер занимает должность руководителя отдела исследований компании Jamestown Investment Programs. Портфельные управляющие начали критиковать Миллера и сотрудников его

отдела в связи с отсутствием в инвестиционных портфелях компании Jamestown акций, которые были бы объектом слияния или тендерного предложения. Джорджия Джинн, одна из сотрудниц отдела, которым руководит Миллер, сообщает ему, что она провела исследование местной компании Excelsior, Inc. и рекомендует купить ее акции. Джинн добавляет в ходе беседы, что ходят слухи о том, что данную компанию рассматривает для слияния широко известный конгломерат и в данный момент они ведут переговоры. По запросу Миллера Джинн подготавливает меморандум, рекомендуя акции этой компании к покупке.

Миллер отправляет этот меморандум портфельным менеджерам перед тем, как уехать в отпуск, заметив, однако, что сам он этот меморандум не проверял. После ознакомления с меморандумом портфельные управляющие сразу же покупают акции компании Excelsior. По возвращении из отпуска Миллер узнает, что сведения о слиянии были получены Джинн от ее брата, являющегося аналитиком по приобретению компаний в Acme Industries, том самом “широко известном конгломерате”, а также то, что переговоры по слиянию были запланированы, но так и не были проведены.

Комментарий: Миллер нарушил требования Стандарта IV(C), поскольку не исполнил надлежащим образом свои обязанности по контролю за процессом исследования: он распространил среди портфельных управляющих меморандум без его предварительной проверки на тему того, были ли у Джинн разумные и достаточные основания для данной ею рекомендации и не воспользовалась ли она при проведении исследования существенной непубличной информацией.

Пример 3 (Контроль за осуществлением торговых операций)

Дэвид Эдвардс — трейдер-стажер в крупной брокерской фирме Wheeler & Company. Он помогает клиенту оплатить покупку ценных бумаг компании Highland, Inc., используя для этого ожидаемую прибыль от немедленной продажи этих же ценных бумаг. Несмотря на то что Highland отсутствует в списке рекомендуемых компаний фирмы Wheeler, большой объем этих акций торгуется через Wheeler таким образом. Роберта Энн Мейсон — вице-президент фирмы Wheeler, в ее обязанности входит внутренний контроль за соблюдением законодательства по ценным бумагам в отделе торговых операций. Ее вознаграждение в Wheeler частично зависит от комиссионных, получаемых отделом торговых операций. Несмотря на то что она замечает повышенную активность торговой деятельности, она не изучает данный процесс и не прекращает его.

Комментарий: Отсутствие действий со стороны Мейсон по осуществлению проверки и расследования в отношении ордеров на покупку акций компании Highland, исполняемых Эдвардсом, и по контролю за действиями стажера привело к нарушению ею Стандарта IV(C). Руководителям необходимо быть особенно осторожными с имеющимися и потенциальными конфликтами личных интересов с обязанностями по надзору.

Пример 4 (Контроль за осуществлением торговых операций и ведением отчетности)

Саманта Таббинг — старший вице-президент и портфельный менеджер в компании Crozet Inc., зарегистрированной фирме, предоставляющей услуги инвестиционного консультирования и сочетающей функции брокера и дилера. Саманта подчиняется Чарльзу Генри, президенту компании Crozet. Данная компания является инвестиционным консультантом и главным андеррайтером для государственных взаимных фондов ABC и XYZ. В соответствии с инвестиционными проспектами этих фондов компании Crozet разрешается осуществлять для них сделки с финансовыми фьючерсами с ограниченной целью хеджирования рыночных рисков. Генри очень впечатлен результатами работы Таббинг за последние два года и назначает ее портфельным управляющим для указанных фондов. В то же время в интересах своих сотрудников Crozet создает “Программу участия работников в прибыли компании”, пенсионный план с установленным размером выплат (“Программа”). Генри поручает Таббинг управлять 20% активов Программы. Инвестиционной целью в части Программы, переданной в управление Таббинг, является сильный рост стоимости активов. Без ведома Генри Таббинг часто оставляет ордера на куплю-продажу фьючерсов на индекс S&P 500 для фондов и для Программы, не сообщая при этом фьючерсным посредникам ни предварительно, ни одновременно с исполнением ордера счет, в отношении которого должна быть исполнена сделка.

Часто ни Таббинг, ни кто-то другой из сотрудников Crozet не оформляет тикеты по сделкам, чтобы зафиксировать время направления ордера и конкретный счет, для которого предназначался направленный ордер. Фьючерсные посредники при этом определяют счет уже после заключения сделки, когда Таббинг предоставляет соответствующую информацию. В компании Crozet отсутствуют письменные операционные процедуры или руководство по внутреннему контролю за торговлей фьючерсными контрактами, и отдел комплаенса не осуществляет проверку этих сделок. Понаблюдав за движением цен на рынке, Таббинг

решает относить сделки с фьючерсами S&P 500, заключенные по более выгодным ценам, на счет Программы, а по менее выгодным ценам — на счет фондов.

Комментарий: Генри нарушил требования Стандарта IV(C), поскольку не смог проконтролировать действия Таббинг по торговле индексом S&P 500. Также нарушение Стандарта было вызвано тем, что он не установил процедуры регистрации сделок и ведения отчетности по ним, которые могли бы предотвратить или выявить нарушения, совершенные Таббинг. Генри обязан убедиться в том, что надлежащие процедуры внутреннего контроля, регулирующие торговую деятельность, приняты, задокументированы, доведены до сведения сотрудников и соблюдаются.

Пример 5 (Принятие ответственности)

Мередит Расмуссен занимается осуществлением сделок покупки в отделе торговых операций и специализируется на внутренних сделках, заключаемых для хедж-фонда, которым управляет команда специалистов из инвестиционной фирмы. Этот хедж-фонд очень успешен, и инвестировать в него можно на международном уровне. Будучи трейдером практически в течение всего времени существования этого фонда, Расмуссен в достаточной мере осведомлена о стратегии фонда, его тактических методах и результатах. Когда цены на рынке значительно падают и многие ценные бумаги данного хедж-фонда сильно теряют в стоимости, Расмуссен замечает, что в отчете о результатах хедж-фонда это падение полностью не отражается. По своему опыту она знает, что отсутствие негативного влияния на хедж-фонд в этом случае маловероятно. Она обращается к директору отдела торговых операций и выражает свою обеспокоенность данным фактом, но он ей дает указание не задавать лишних вопросов, так как фонд является очень большим и успешным, а остальное ее касаться не должно. Но, понимая, что что-то не так в этой ситуации, она связывается с руководителем отдела комплаенса, который также советует ей не вмешиваться в вопросы, касающиеся процедуры представления результатов хедж-фонда.

Комментарий: Расмуссен явно столкнулась с нарушением политики, процедур и практики осуществления внутреннего контроля. Согласно Стандарту IV(C) руководитель и специалист отдела комплаенса обязаны были рассмотреть вопрос, волнующий Расмуссен. Руководители несут ответственность за установление в фирме норм этичного поведения и за поощрение их соблюдения. Отклонение запросов Расмуссен является нарушением требований Стандарта IV(C) и дискредитирует деятельность фирмы по соблюдению этических норм.

См. также Стандарт I(D) — “Недобросовестное поведение” и Стандарт IV(A) “Лояльность” для ознакомления с рекомендациями по информированию о нарушениях.

Пример 6 (Отсутствие надлежащих процедур)

Брендан Витт, в прошлом младший трейдер, осуществлявший операции продажи, решил получить степень MBA (Master of Business Administration, магистра делового администрирования). Чтобы поддерживать в тонусе свои профессиональные навыки и оставаться в курсе новостей отрасли, Витт устроился работать в компанию On-line and Informed, проводящую онлайн-исследования. В его обязанности входит публикация отчета с рекомендацией по новой компании каждый месяц. В начале своей работы Витт регулярно проводит новые исследования и участвует в дискуссионных панелях, на которых часто звучат позитивные комментарии в отношении технологического сектора. Со временем обязанности по работе и учебе начинают конфликтовать между собой. Так, понимая, что к завтрашнему дню необходимо подготовить рекомендацию, Витт пишет отчет на основе небольшого количества статей и общепринятого мнения, какие ценные бумаги являются недооцененными на данный момент.

Комментарий: Тот факт, что отчет Витта был допущен к публикации, означает, что процедуры внутреннего контроля недостаточно проработаны в фирме. Непосредственному руководителю Витта необходимо совместно с руководством фирмы On-line разработать соответствующий порядок проверки, который бы контролировал соблюдение всеми аналитиками требований компании.

См. также Стандарт V(A) “Тщательность и обоснованность”, так как он связан с обязанностями Витта по формированию рекомендации.

Пример 7 (Отсутствие надлежащего контроля)

Майкл Папис — главный инвестиционный директор пенсионного фонда своего штата. Фонд всегда пользовался услугами внешних консультантов при осуществлении вложений в объекты недвижимости, и данные сведения представлены во всех информационных материалах фонда. Томас Нэгл — известный фондовый аналитик, специализирующийся на сделках продажи, и бывший однокурсник Паписа в бизнес-школе. Он недавно уволился из инвестиционного банка и открыл собственную фирму по

управлению активами Accessible Real Estate. Нэгл формирует базу активов для управления и обращается к Папису по вопросу размещения активов пенсионного фонда. За последние несколько лет доходность инвестиций в объекты недвижимости данного фонда в целом соответствовала нормативной доходности, но не была очень высокой. Папис решает помочь старому другу и в то же время попробовать повысить доходность по вложениям в недвижимость путем передачи их в управление фирме Accessible. Единственное уведомление об этом появилось в следующем годовом отчете в списке внешних консультантов.

Комментарий: Действия Паписа свидетельствуют о необходимости разработки процедур контроля и проверки на всех уровнях функционирования организации. В компетенцию Паписа, может, и входит выбор внешних консультантов, но его решение об изменении в их составе, приведенное в данном примере, является необоснованным. Члены и кандидаты обязаны удостовериться, что в фирме, в которой они работают, установлены надлежащие политика и процедуры по выявлению неприемлемых действий, подобных действиям Паписа.

См. также Стандарт V(A) “Тщательность и обоснованность”, Стандарт V(B) “Предоставление информации существующим и потенциальным клиентам”, а также Стандарт VI(A) “Раскрытие информации о конфликтах”.

Пример 8 (Контроль за проведением исследований)

Мери Бердетт недавно приняла на должность младшего аналитика автомобильной отрасли в компанию Fundamental Investment Management (FIM). В ее обязанности входит работа по продвижению фирмы в социальных сетях, так как Бердетт является активным пользователем различных социальных сетей, в числе которых Facebook, LinkedIn и Twitter. Несмотря на то что Джо Граф, руководитель Бердетт, никогда не пользовался социальными сетями, он поручает Бердетт исследовать возможности по расширению присутствия компании FIM онлайн и доведению до сведения клиентов таким образом необходимой информации. В соответствии с данным поручением Бердетт работает над документом, подробно описывающим преимущества наличия компанией аккаунта в Twitter в дополнение к странице в Facebook.

В ходе проведения исследования автомобильной отрасли для FIM Бердетт пишет отчет о финансовых последствиях использования новой технологии использования солнечной энергии компании Sun Drive Auto Ltd. для небольших автомобилей. Данный отчет является первым ее отчетом для компании FIM, и, по ее мнению, новая технология компании Sun Drive станет прорывом в автомобильной промышленности. На эмоциях Бердетт публикует запись в аккаунте FIM в Twitter, рекомендуя акции Sun Drive Auto к покупке.

Комментарий: Граф нарушил требования Стандарта IV(C), поскольку не осуществил проверку содержания записи Бердетт, опубликованной в аккаунте компании в Twitter. Им не были установлены соответствующие процедуры по предотвращению несанкционированного распространения результатов исследований, осуществленных компанией, в социальных сетях. Графу необходимо обеспечить регулярное обучение сотрудников по ознакомлению с политикой и процедурами компании FIM, в том числе в отношении использования в профессиональных целях личных аккаунтов в социальных сетях. Дополнительные рекомендации см. в Стандарте III(B).

Пример 9 (Контроль за проведением исследований)

Чэн Ван руководит отделом исследований в компании YYRA, специализирующейся на программах пенсионных накоплений. У Чэна в подчинении группа из 10 аналитиков. В компании недостаточно персонала при ее динамичной деятельности. В обязанности Чэна входит координация установленного в фирме порядка проверки отчетов перед их передачей портфельным менеджерам, которые в дальнейшем будут использовать эти отчеты для ребалансировки портфелей клиентов.

Хуан Мэй — одна из подчиненных Чэна, в компетенцию которой входит анализ банковской отрасли. Завтра утром Чэн должен направить портфельным управляющим последние обновления. Хуан еще не предоставила ему отчет по исследованию банка ZYX. На основе проведенного анализа она не может определиться, рекомендовать акции ZYX к покупке или продаже. Из-за ограничения по времени и обеспеченности тем, что Чэн не примет рекомендацию “держаться”, она просматривает информацию на тему банковского сектора на различных сайтах и в блогах с целью найти что-нибудь по банку ZYX. Один независимый блогер публикует свою интерпретацию недавно опубликованных данных, анализ которых проводила Хуан, и утверждает, что акции банка вне всяких сомнений стоит продавать. Хуан впечатлила оригинальность и изобретательность, продемонстрированные блогером в его исследовании.

Хуан отправляет поздним вечером отчет Чэну. В нем она дает рекомендацию “продавать” для акций банка без какой-либо отсылки к исследованию независимого блогера. Учитывая позднее время

получения отчета и профессионализм, проявленный Хуан в ее предыдущих работах, Чэн объединяет ее отчет с отчетами остальных аналитиков и встречается с портфельными управляющими, чтобы обсудить использование проведенных исследований в работе.

Комментарий: Чэн нарушил требования Стандарта IV(C), поскольку не выполнил свою обязанность по надлежащей проверке отчета Хуан согласно порядку, установленному фирмой. Позднее представление отчета и качество предыдущих работ подчиненной не освобождают его от обязанности соблюдать установленный порядок проверки. Члены и кандидаты, исполняющие обязанности по контролю, должны осуществлять разумные меры по обеспечению принятия соответствующих процедур, их документальному оформлению, доведению до сведения соответствующих сотрудников фирмы и их соблюдению.

Стандарт V. Инвестиционный анализ, рекомендации и действия

Стандарт V(A). Тщательность и обоснованность

Члены и кандидаты обязаны:

1. При подготовке анализа инвестиционной деятельности, инвестиционных рекомендаций и решений прилагать надлежащие усилия, тщательно прорабатывать рассматриваемые вопросы и сохранять независимость и беспристрастность.
2. Иметь подкрепленные необходимыми исследованиями и анализом рациональные адекватные обоснования решений в рамках инвестиционного анализа, предоставления рекомендаций или инвестиционной деятельности.

Руководство по применению

Основные вопросы:

- *Определение понятий “тщательность” и “обоснованность”*
- *Использование вспомогательных или сторонних исследований*
- *Использование количественных исследований*
- *Разработка количественных методов проведения исследований*
- *Выбор внешних консультантов и управляющих*
- *Групповые исследования и процесс принятия решений*

Применение Стандарта V(A) зависит от инвестиционной философии, которой придерживаются член, кандидат или фирма, роли члена или кандидата в процессе принятия инвестиционных решений, а также от поддержки и ресурсов, предоставляемых их работодателем. Эти факторы определяют степень тщательности анализа и масштаб исследований, необходимых в соответствии со Стандартом V(A).

Требования к формированию выводов на основе исследований различаются в зависимости от роли члена или кандидата в процессе принятия инвестиционного решения, но в любом случае они должны приложить разумные усилия для анализа всех релевантных вопросов при предоставлении рекомендаций. Члены или кандидаты повышают прозрачность при формировании рекомендации или в случае ее изменения, предоставляя или предлагая предоставить дополнительную информацию клиентам.

Определение понятий “тщательность” и “обоснованность”

Каждое инвестиционное решение основано на совокупности известных и осмысленных к данному моменту фактов. Клиенты обращаются к членам и кандидатам за советом и ожидают, что те обладают большим объемом информации и знаний, чем они.

Полагаясь на эти знания и информацию, члены и кандидаты используют свое профессиональное суждение при совершении инвестиционных операций или предоставлении рекомендаций.

На базовом уровне клиенты хотят быть уверенными в том, что члены и кандидаты прилагают все необходимые усилия для подтверждения правильности своих рекомендаций. Донесение до клиентов информации по поводу объема обработанных данных и тщательности их анализа членами и кандидатами при формировании суждения позволяет клиентам понять степень обоснованности рекомендуемых инвестиционных действий.

При определении, является ли инвестиция уместной для клиента, необходимым масштаб исследований и анализа будет отличаться в зависимости от предлагаемых продуктов, ценных бумаг или услуг. При предоставлении инвестиционных услуг члены и кандидаты обычно используют различные источники информации, включая отчеты компаний, сторонние исследования и результаты количественных моделей. Обоснованность достигается за счет сбалансированного использования источников информации, подходящих для анализа конкретной ценной бумаги или инвестиционного решения.

Далее представлен неисчерпывающий перечень факторов, которые необходимо учитывать при формировании рекомендации:

- глобальные, региональные и страновые макроэкономические условия;
- операционная и финансовая история компании;
- текущее состояние отрасли и сектора, а также стадия бизнес-цикла;
- структура вознаграждения взаимного фонда и история управления им;
- результаты и возможные ограничения применения количественных моделей;

- качество активов, участвующих в секьюритизации;
- уместность проводимых сопоставлений.

Несмотря на достаточную обоснованность рекомендации, риск убытков сохраняется для любой инвестиции. Члены и кандидаты могут основывать свои решения только на тех данных, которые доступны на момент принятия инвестиционных решений. При этом шаги, предпринятые для формирования обоснованной рекомендации, должны свести к минимуму непредвиденные негативные последствия.

Использование вспомогательных и сторонних исследований

Если члены и кандидаты полагаются на вспомогательные или сторонние исследования, они должны тщательно проанализировать надежность таких исследований. Вспомогательное исследование — это исследование, осуществляемое кем-то другим в фирме члена или кандидата. Стороннее исследование — это исследование, проводимое вне фирмы члена или кандидата, например, брокерской компанией, банком или исследовательской фирмой. Если у члена или кандидата есть основания подозревать, что вспомогательные или сторонние исследования являются ненадежными, то члену или кандидату не стоит на них полагаться.

Члены и кандидаты должны тщательно проверять источник и точность всех данных, используемых при осуществлении инвестиционного анализа и формировании рекомендаций.

Источники информации и данных будут влиять на масштабы проверки, которую придется провести члену или кандидату. Информация и данные, полученные из интернет-источников, таких как личные блоги, сайты — агрегаторы независимых исследований или социальные сети, как правило, требуют более тщательной проверки, чем информация от более известных исследовательских организаций.

При формировании мнения о том, является ли исследование надежным, член или кандидат может опираться на следующие критерии:

- использованные допущения;
- серьезность проведенного анализа;
- дата/своевременность проведения исследования;
- оценка объективности и независимости рекомендаций.

Участник или кандидат может полагаться на других сотрудников своей фирмы для определения степени надежности вспомогательных или сторонних исследований и добросовестно пользоваться этой информацией, если у участника или кандидата нет оснований сомневаться в ее достоверности или в процессах и методах, использованных лицами, ответственными за проведение исследования. Например, у портфельного менеджера может не быть возможности выбора источника данных, потому что старшие менеджеры фирмы провели комплексный анализ, чтобы определить, кто будет поставщиком услуг; член или кандидат может добросовестно использовать данную информацию, предполагая, что проведенный анализ был достаточным.

Член или кандидат должен убедиться, что у фирмы есть политика по своевременной и последовательной проверке утвержденных компаний, предоставляющих исследования, чтобы удостовериться в том, что качество их работ продолжает соответствовать необходимым стандартам. Если такая политика в фирме отсутствует, члену или кандидату следует поощрять ее разработку и утверждение в фирме формальных процедур проверки.

Использование количественных исследований

Стандарт V(A) применяется и к резко набирающим популярность при проведении исследований количественным моделям и процессам, таким как компьютерное моделирование, скрининг и ранжирование инвестиционных ценных бумаг; создание или оценка деривативов; количественные методы создания портфеля. Данные методы и процессы используются не только для тестирования инвестиционных стратегий, особенно в условиях постоянного развития технологий и методик. Широкомасштабное развитие количественных методов и моделей является важной составляющей развития рынка капитала в целом.

Члены и кандидаты должны понимать сущность параметров, используемых в моделях и количественных исследованиях, лежащих в основе их инвестиционных рекомендаций. Хотя от них и не требуется быть экспертами в отношении каждого технического аспекта работы моделей, они должны понимать допущения и ограничения каждой модели и то, как ее результаты использовались при принятии решений.

Степень доверия к финансовым моделям и их потенциальные ограничения стали очевидными во время финансового кризиса, начавшегося в 2007—2008 годы. В некоторых случаях финансовые модели, которые использовались для оценки специфических ценных бумаг и связанных с ними деривативов, некорректно отражали уровень соответствующего риска.

Члены и кандидаты должны прикладывать разумные усилия для тестирования инвестиционных моделей и других программируемых аналитических инструментов. Такая проверка должна ими проводиться до включения данных процессов в свои методы, модели и проводимый анализ.

Хотя не каждый параметр или результат модели может быть протестирован, члены и кандидаты должны быть уверены, что их анализ включает широкий спектр допущений, достаточный для отражения основных характеристик инвестиций. Если в анализе не учитываются потенциально негативные результаты или уровни риска, превышающие норму, то это может исказить истинную экономическую стоимость инвестиции. Возможные сценарии, учитываемые при анализе, должны включать факторы, которые могут оказать существенное влияние на стоимость инвестиций, и отражать как крайне позитивные, так и крайне негативные варианты развития событий.

Разработка количественных методик

Лица, создающие новые количественные модели и услуги, должны более тщательно проверять эти продукты, нежели те, кто в конечном итоге использует их аналитические результаты. Члены и кандидаты, занимающиеся разработкой и контролем работы количественных моделей, методов и алгоритмов, должны понимать технические аспекты данных продуктов, предоставляемых клиентам. Тщательное тестирование модели и анализ результатов тестирования должны быть проведены на этапе, предшествующем распространению продукта.

Члены и кандидаты должны учитывать источник и временной горизонт данных, используемых в качестве исходных параметров в финансовых моделях. В информации, доступной из многих коммерческих баз данных, могут недостаточно эффективно учитываться как положительные, так и отрицательные рыночные циклы. При разработке рекомендации члену или кандидату может потребоваться протестировать модели с использованием ожиданий волатильности и характеристик, которые отражают сценарии за пределами представленных баз данных. Работая с компьютерными моделями или полученными результатами, члены и кандидаты должны уделять особое внимание допущениям, используемым в анализе, и его строгости, чтобы гарантировать включение в модель широкого диапазона возможных вводных данных, в том числе и негативных рыночных событий.

Выбор внешних советников и соуправляющих

Финансовые инструменты и методы распределения активов продолжают развиваться и совершенствоваться, что привело к использованию специализированных менеджеров, занимающихся инвестированием в конкретные классы активов или стратегии диверсификации, которые дополняют собственный опыт фирмы. Стандарт V(A) применяется к уровню оценки, необходимой при выборе внешнего советника или соуправляющего для работы со специально выделенными активами. Члены и кандидаты должны проверять менеджеров так же добросовестно, как они проверяют отдельные фонды и ценные бумаги.

Члены и кандидаты, которые непосредственно прибегают к помощи внешних консультантов, должны быть уверены в том, что их фирмы используют стандартизированные критерии проверки таких отобранных внешних консультантов и менеджеров. Список критериев не является исчерпывающим, но должен включать следующее:

- оценка этического кодекса консультанта;
- соблюдение консультантом установленных требований и наличие процедуры внутреннего контроля;
- оценка качества опубликованной информационной декларации;
- обзор инвестиционной деятельности консультанта и соблюдение заявленной им стратегии.

Кодексы, стандарты и руководства по передовой практике, опубликованные участниками и кандидатами Института CFA, содержат примеры приемлемой деятельности для внешних консультантов и рекомендации по выбору нового.

Групповое исследование и принятие решений

Обычно члены и кандидаты являются частью группы или команды, которая несет коллективную ответственность за проведение инвестиционного анализа или исследования. Выводы или рекомендации в докладе группы представляют собой консолидированное мнение группы, при этом не обязательно отражают мнение отдельного члена или кандидата, даже если его имя включено в доклад. В некоторых случаях член или кандидат может быть не согласен с мнением группы. Однако если член или кандидат считает, что общее мнение разумно и обоснованно и является независимым и объективным, то члену или кандидату нет необходимости отказываться от отождествления себя с докладом. Если член или кандидат уверен в работе группы, то он не должен отмежевываться от отчета, даже если тот не отражает его мнения.

Рекомендации по исполнению обязанностей

Члены и кандидаты обязаны рекомендовать своим фирмам рассмотреть следующие стратегии и процедуры в поддержку принципов Стандарта V(A):

- Разработать политику, в соответствии с которой отчеты об исследованиях, кредитные рейтинги и инвестиционные рекомендации должны быть разумными и обоснованными. Отдельный сотрудник (аналитик-контролер) или группа сотрудников (комитет по контролю) должны быть назначены для рассмотрения и утверждения таких документов до предоставления их для внешнего пользования. Задача такого сотрудника/сотрудников — установить выполнение критериев в соответствии с заявленной политикой.
- Разработать подробное письменное руководство для аналитиков (исследовательских, инвестиционных или кредитных), их руководителей и комитетов по контролю, в котором прописываются процедуры комплексной оценки разумности и обоснованности конкретной рекомендации.
- Разработать количественные критерии оценки качества исследований, обоснованности и адекватности основы какой-либо рекомендации или рейтинга, а также их точности в долгосрочной перспективе. В некоторых случаях фирмы могут рассмотреть внедрение механизмов вознаграждения, которые зависят от этих количественных критериев и которые одинаково применяются ко всем участвующим в этом процессе аналитикам.
- Разработать подробное письменное руководство, в котором устанавливаются минимальные уровни тестирования сценариев для всех компьютерных моделей, используемых при разработке, рейтинговании и оценке финансовых инструментов. Политика должна содержать критерии, связанные с объемом тестируемых сценариев, точностью результатов в долгосрочной перспективе и анализом чувствительности денежных потоков к исходным данным.
- Разработать измеряемые критерии оценки внешних поставщиков, включая качество предоставляемой информации, обоснованность и адекватность их методов сбора информации, а также точности информации в долгосрочной перспективе. Утвержденная политика также должна указывать, как часто проходят проверку продукты поставщика.
- Принять стандартизированный набор критериев оценки адекватности внешних консультантов. В политике также должно быть отмечено, как часто и на какой основе будет проводиться проверка размещения денежных средств у консультанта.

Примеры практического применения Стандарта

Пример 1 (Достаточность комплексной оценки)

Хелен Хоук руководит отделом корпоративных финансов компании “Sarkozi Securities, Ltd”. В компании есть ожидание, что правительство вскоре закроет налоговую лазейку, которая в настоящий момент позволяет нефтегазовым компаниям, занимающимся геологоразведкой, переносить расходы, связанные с бурением, на держателей определенного класса акций. Поскольку в настоящее время рыночный спрос на этот привлекательный с налоговой точки зрения класс акций высок, “Sarkozi” убеждает сразу несколько компаний незамедлительно начать привлекать новое акционерное финансирование, прежде чем такая возможность исчезнет. Время имеет решающее значение, но у “Sarkozi” нет достаточных ресурсов для проведения полноценных исследований по всем перспективным компаниям-эмитентам. Хоук решает оценить цены IPO на основе относительного размера каждой компании и обосновать цену позже, когда у ее сотрудников будет время.

Комментарий: Компании “Sarkozi” стоило браться только за ту работу, с которой она могла должным образом справиться. Классифицируя эмитентов по общему размеру, Хоук проигнорировала исследование всех других значимых аспектов, которые должны учитываться при ценообразовании для новых акций, и, таким образом, не провела достаточную комплексную оценку. Такое упущение может привести к тому, что инвесторы будут покупать акции по ценам, не имеющим под собой реальной основы. Хоук нарушила Стандарт V(A).

Пример 2 (Достаточная оценка сценария)

Бабу Дхаливал работает в компании “Heinrich Brokerage” в группе корпоративных финансов. Он только что убедил “Feggans Resources, Ltd.” позволить его фирме провести дополнительный выпуск их акций по текущей цене. Так как их акции продаются с более высокими мультипликаторами, чем бумаги похожих компаний с аналогичным производством, Дхаливал уговаривает менеджеров “Feggans Resources”

построить прогноз, представив, какие максимальные производственные показатели компания могла бы достичь при оптимальном сценарии.

Отталкиваясь от этих цифр, он может обосновать цену, которую запрашивает его фирма за дополнительный выпуск акций. Во время презентации продаж брокерам Дхаливал представляет эти цифры как базовый сценарий производства, который будет достигнут компанией “Feggans Resources”.

Комментарий: При представлении информации брокерам Дхаливал должен был предоставить набор производственных сценариев “Feggans Resources” и вероятность достижения каждого из них. Презентуя максимальный уровень производства как вероятный, он исказил шансы на достижение такого уровня производства и серьезно ввел в заблуждение брокеров. Дхаливал нарушил Стандарт V(A).

Пример 3 (Формирование обоснованной базы)

Брендан Уитт, бывший младший аналитик по технологиям, работающий на стороне продаж, решил продолжить учебу и получить MBA. Для сохранения своих исследовательских навыков и знания отрасли, Уитт устроился на работу в “Online and Informed”, независимую исследовательскую интернет-компанию. Должность предполагает ежемесячную публикацию рекомендаций и отчета, каждый раз по новой компании. На первых порах Уитт регулярно участвует в новых исследованиях и соответствующих дискуссионных форумах, которые в целом дают положительную оценку технологическому сектору. Со временем ему становится сложнее успевать и с учебой, и на работе. Зная, что рекомендация для “Online” должна быть сдана на следующий день, Уитт создает отчет на основе нескольких новостных статей и того, что на рынке, по общему мнению, считается на тот момент “горячей” ценной бумагой.

Комментарий: Знания Уитта и восторженный энтузиазм по поводу акций технологических компаний, несколько новостных статей и расхожее мнение рынка не составляют без дополнительной информации разумной и обоснованной базы для подготовки рекомендации по акциям, которая должна подтверждаться соответствующим анализом и исследованием. Таким образом, Уитт нарушил Стандарт V(A).

См. также Стандарт IV(C) “Обязанности руководителей”, поскольку это связано с неудовлетворительными процедурами в компании.

Пример 4 (Своевременное оповещение клиента)

Кристен Чандлер является инвестиционным консультантом в лондонском офисе “Dalton Securities”, крупнейшей глобальной инвестиционной консалтинговой фирмы. Один из британских пенсионных фондов, находящихся в ее поле деятельности, решил назначить менеджера, специализирующегося на американских акциях. Глобальный менеджер по исследованиям компании “Dalton” полагается на местных консультантов в вопросах оценки управляющих в своих регионах и после проведения комплексной оценки включает их мнения и рейтинги в базу данных управляющих компании “Dalton”. Чандлер получает доступ к глобальной исследовательской базе данных “Dalton” и проводит сортировку всех фондовых управляющих США по критериям соответствия требованиям клиента к философии/стилю компании, целевым показателям эффективности и погрешности. Она выбирает пять управляющих, отвечающих этим критериям, и включает информацию о них в отчет, который должен быть предоставлен клиенту через 10 дней.

За время, прошедшее между поиском в базе данных и отправкой отчета клиенту, Чандлер получила сообщение о том, что “Dalton” обновила базу данных с информацией о том, что одна из фирм, которую Чандлер рекомендовала для рассмотрения, потеряла своего главного инвестиционного директора, руководителя отдела исследований по акциям США и большинство своих портфельных менеджеров по тому же направлению: они все уволились с прежних позиций, чтобы создать собственную фирму. Чандлер не переделывает свой отчет в соответствии с обновленной информацией.

Комментарий: Чандлер не выполнила требования Стандарта V(A). Несмотря на то что компания “Dalton” обновила информацию об изменениях в личном составе одной из фирм, Чандлер не внесла в свой отчет соответствующие правки.

Пример 5 (Мнения при групповом исследовании)

Эвелин Мастакис — младший аналитик, которую ее фирма попросила написать исследовательский отчет с прогнозом по ожидаемой процентной ставке по ипотечным жилищным кредитам в течение следующих шести месяцев. Мастакис представляет свой доклад комитету по инвестициям с фиксированным доходом для проверки, как того требует регламент фирмы. Хотя некоторые члены комитета поддерживают выводы, сделанные Мастакис, большинство не согласны с нею. В доклад вносятся существенные корректировки и указывается, что процентные ставки, вероятнее всего, вырастут сильнее, чем первоначально прогнозировалось Мастакис. Должна ли Мастакис попросить, чтобы ее имя не упоминалось в докладе, когда он будет распространен?

Комментарий: Результаты исследований не всегда ясны, и разные люди могут придерживаться разных мнений на основании одних и тех же фактических данных. В данном случае у комитета могут быть веские основания для выпуска отчета, который отличается от первоначального исследования аналитика. Фирма может опубликовать отчет, который отличается от первоначального доклада аналитика в том случае, если есть разумная и обоснованная причина для таких выводов.

Как правило, аналитики должны готовить исследовательские отчеты, отражающие их собственные выводы, и могут попросить фирму не указывать их имя в тех отчетах, которые в конечном счете отличаются от их мнения. Однако когда работа ведется группой, не все ее участники могут согласиться со всеми аспектами доклада. В конечном счете члены и кандидаты могут попросить исключить их имена из доклада, но если они удовлетворены результатами или выводами исследования, которые являются разумными и обоснованными, члены и кандидаты не обязаны убирать свое имя из доклада, даже если они не согласны с его содержанием. Если Мастакис уверена в исследовании, ей не нужно отмежевываться от доклада, даже если он не отражает ее мнения.

Пример 6 (Опора на сторонние исследования)

Гэри Макдермотт руководит фирмой по управлению инвестициями, в которой работают два человека. Фирма Макдермотта подписана на сервис крупной инвестиционной исследовательской фирмы, которая предоставляет исследовательские отчеты. Фирма Макдермотта дает инвестиционные рекомендации на основе этих отчетов.

Комментарий: Члены и кандидаты могут полагаться на исследования третьих сторон, но должны прилагать разумные усилия, чтобы убедиться, что такое исследование является надежным. Если Макдермотт предпринимает должные и регулярные усилия для проверки объективности и разумной обоснованности исследований, проводимых крупной фирмой, то он может полагаться на эти исследования при составлении инвестиционных рекомендаций клиентам.

Пример 7 (Добросовестность при выборе соуправляющего)

Бизнес Павла Островского значительно вырос за последние пару лет, и некоторые клиенты хотели бы, чтобы произошла диверсификация активов в международном плане. Островский решает найти соуправляющего, который занимался бы предполагаемыми зарубежными инвестициями. Поскольку это первый сторонний консультант, Островский использует типовой “запрос предложений” Института CFA, чтобы разработать анкету для его поиска. К назначенному сроку он получает семь заполненных анкет от различных местных и международных фирм, интересующихся его бизнесом. Островский тщательно анализирует все заявки и решает выбрать фирму с самыми низкими комиссионными сборами, чтобы влияние на прибыль его фирмы было минимальным.

Комментарий: Выбор внешнего консультанта или соуправляющего должен основываться на полном и всестороннем анализе услуг консультанта, истории его работы и структуры затрат. Опираясь в своем решении только на структуру сборов, Островский нарушает Стандарт V(A).

См. также Стандарт III(C) “Уместность”, поскольку он связан со способностью выбранного консультанта удовлетворять потребности клиентов.

Пример 8 (Достаточная добросовестность)

Майкл Папис — руководитель инвестиционного подразделения пенсионного фонда своего штата. Фонд всегда привлекал внешних консультантов для размещения вложений в объекты недвижимости, и эта информация четко отражена во всех публикациях фонда. Томас Нэгл, признанный аналитик по продажам и однокурсник Паписа по бизнес-школе, недавно ушел из инвестиционного банка, в котором он работал, чтобы открыть собственную фирму по управлению активами, “Accessible Real Estate”. Нэгл пытается сформировать свой портфель активов в управлении и связывается с Паписом, чтобы заручиться частью средств, размещаемых пенсионным фондом. В предыдущие несколько лет эффективность инвестиций этого пенсионного фонда в недвижимость соответствовала базисным показателям фонда, но не была ничем примечательной. Папис решает помочь своему старому другу, а также повысить доходность по вложениям в недвижимость, переместив их в “Accessible”. Единственное уведомление о смене советника появляется в следующем годовом отчете в перечне привлеченных консультантов.

Комментарий: Папис нарушил Стандарт V(A). В его обязанности, возможно, входит подбор сторонних советников, но решение о смене консультантов кажется произвольным. Если Папис был недоволен существующим консультантом по недвижимости, он должен был провести надлежащий поиск, чтобы выбрать наиболее подходящего консультанта.

См. также Стандарт IV(C) “Обязанности руководителей”, Стандарт V(B) “Предоставление информации существующим и потенциальными клиентами” и Стандарт VI(A) “Раскрытие информации о конфликте интересов”.

Пример 9 (Достаточная добросовестность)

Андре Шраб владеет и управляет “Conduit”, инвестиционной консалтинговой фирмой. До открытия “Conduit”, Шраб был менеджером по работе с клиентами в “Elite Investment”, хедж-фонде под управлением его хорошего друга Адама Рида. Чтобы привлечь клиентов в новый фонд “Conduit”, Шраб предлагает управленческие комиссионные ниже обычного уровня. Он может так сделать, так как фонд состоит из двух наиболее успешных фондов под управлением Рида. Учитывая их личную дружбу и показатели эффективности этих двух фондов в предыдущие периоды, Шраб считает, что этот новый фонд поможет всем сторонам оказаться в выигрыше. Клиенты активно инвестируют через “Conduit”, чтобы получить доступ к фондам “Elite”. Никому не отказывают, поскольку “Conduit” стремится расширить свои активы, находящиеся в управлении.

Комментарий: Шраб нарушил Стандарт V (A), не проведя тщательного анализа фондов под управлением Рида прежде, чем создать фонд “Conduit”. Личные отношения Шраба с Ридом и его предварительное знание компании “Elite” являются недостаточным обоснованием для инвестиций. Возможно, фонды достойны внимания, но необходимая комплексная проверка должна включать полный анализ их операционных процедур, практики составления отчетов и прозрачности.

См. также Стандарт III(C) “Приемлемость”.

Пример 10 (Достаточная добросовестность)

Боб Томпсон проводил исследования для портфельного менеджера отдела ценных бумаг с фиксированным доходом. Его задачей является анализ чувствительности по секьюритизированным субстандартным ипотечным кредитам. Он обсудил с менеджером, какие сценарии можно использовать для расчета ожидаемой доходности. Основным параметром в таких расчетах является повышение цен на жилье, поскольку оно стимулирует досрочное погашение ипотечных кредитов и приводит к убыткам. Томпсон обеспокоен значительным ростом цен, который возник в предыдущие пять лет и объяснялся большей доступностью средств за счет субстандартных ипотечных кредитов. Томпсон настаивает на том, что анализ должен включать сценарий, предусматривающий –10% за первый год, –5% за второй год, а затем (для прогнозирования наихудшего сценария) 0% с третьего по пятый год. Менеджер отвечает, что эти предположения слишком радикальны, потому что в доступной им базе данных никогда не фигурировала ситуация, когда показатель роста цен на жилье был отрицательным.

Томпсон проводит свое исследование, чтобы лучше понять риски, присущие этим ценным бумагам, и оценивает их по менее вероятному, но тем не менее возможному худшему сценарию. Основываясь на результатах изучения ухудшенных ситуаций, Томпсон не рекомендует покупку секьюритизации. Вопреки общим трендам рынка менеджер следует рекомендации Томпсона и не осуществляет инвестиции. На следующий год рынок жилья обрушивается. Без субстандартных инвестиций портфель этого менеджера в указанном году дал результаты лучше, чем аналогичные портфели других экспертов.

Комментарий: Действия Томпсона по проведению тестирования на основе сценария с входными данными, выходящими за пределы исторических трендов, имеющихся в базах данных фирмы, соответствуют принципам Стандарта V(A). Его озабоченность последними трендами создает прочную основу для дальнейшего анализа. Томпсон понимает недостатки своей модели, которые усиливаются скудостью имеющейся исторической информации, если необходимо точно предсказывать показатели фондов при изменении рыночных условий в негативную сторону.

См. также Стандарт I(B) “Независимость и объективность”.

Пример 11 (Использование количественно ориентированных моделей)

Эспасия Лиакос работает в сфере продаж для фирмы “Hellenica Securities”, специализирующейся на разработке сложных стратегий с участием производных инструментов для получения прибыли на основе конкретных взглядов на рыночные ожидания. Одним из ее клиентов является Юджини Карапалис, которая глубоко убеждена в том, что цены на сырьевые товары в ближайшие месяцы станут более волатильными. Карапалис просит Лиакос быстро разработать стратегию, которая выиграет от этого ожидания. Для исполнения этого запроса Лиакос обращается к группе моделирования компании “Hellenica”. Из-за сжатых сроков группа моделирования передает часть работы на аутсорсинг нескольким доверенным третьим лицам. Лиакос реализует разрозненные компоненты стратегии по мере их подготовки фирмами.

Через месяц стало понятно, что Карапалис была права: волатильность по целому ряду сырьевых товаров стала резко расти. Но ее производный инструмент, предложенный “Hellenica”, оборачивается огромными убытками, и потери увеличиваются с каждым днем. Лиакос расследует ситуацию и понимает, что, хотя каждый из разнообразных компонентов стратегии был проверен по отдельности, они никогда не оценивались как единое целое. В экстремальных условиях одни части модели шли вразрез с другими, в результате чего общая стратегия оказалась провальной.

Комментарий: Лиакос нарушила Стандарт V(A). Члены и кандидаты должны понимать статистическую значимость результатов моделей, которые они рекомендуют, и должны быть в состоянии объяснить их клиентам. Лиакос не позаботилась о том, чтобы обеспечить тщательный анализ всей модели; ее компоненты оценивались только индивидуально. Поскольку Карапалис явно намеревалась реализовать стратегию в целом, а не как отдельные части, Лиакос должна была проверить, и как взаимодействуют компоненты стратегии, и как они выполняются индивидуально.

Пример 12 (Успешно проведенная комплексная проверка / Неудачная инвестиция)

Элтон Ньюбери — инвестиционный консультант для состоятельных клиентов. Клиент, открытый к агрессивному риску, в своем заявлении об инвестиционной политике интересуется инвестированием в хедж-фонд “Top Shelf”. Этот фонд, базирующийся в Калгари, провинция Альберта, Канада, показал прибыльность 20% за первые три года. В проспекте фонда говорится, что его стратегия предусматривает и длинные, и короткие позиции в энергетическом секторе и широкомасштабное заимствование в целях инвестирования.

Ньюбери рекомендует фонд клиенту и обеспечивает позицию в нем, основываясь на своем анализе послужного списка фонда, принципов управления фондом, взимаемых комиссионных сборов и профиля риска. Неделий позже фонд объявляет, что он потерял 60% своей стоимости и приостанавливает операции и выплаты до тех пор, пока не будет проведена проверка на соответствие требованиям законодательства. Клиент в панике звонит Ньюбери и требует от него объяснений.

Комментарий: Действия Ньюбери соответствовали стандарту V(A). Анализ инвестиций, являющийся достаточной базой для рекомендации, не гарантирует, что инвестиции не имеют риска убытка. Ньюбери должен обсудить процесс анализа с клиентом, напомнив ему, что результаты прошлых периодов не гарантируют будущую прибыль и что потери при агрессивных инвестициях — это ожидаемый результат.

Пример 13 (Добросовестность при составлении количественной модели)

Барри Кэннон — ведущий специалист по количественному анализу хедж-фонда “CityCenter”. Он отвечает за разработку, поддержание и совершенствование специализированных моделей, которые фонд использует для управления активами своих инвесторов. Кэннон читает несколько серьезных математических изданий и блогов, чтобы быть в курсе текущих разработок. Один блог, который ведет “Эксперт CFA”, представил результаты любопытного исследования, которые могут быть полезными для одной из текущих моделей “CityCenter”. Руководство фирмы требует от Кэннона улучшить прогностические возможности модели, поэтому он использует информацию, обсуждаемую в онлайн-исследовании. В соответствии с обновленной моделью рекомендуется несколько новых инвестиций для портфельных управляющих фонда.

Комментарий: Кэннон нарушил Стандарт V(A), не заручившись разумной основой для новых рекомендаций, выданных портфельным управляющим. Ему следовало более тщательно изучить последствия включения новых факторов, прежде чем предлагать рекомендации на их основе. Кэннон может использовать блог, чтобы черпать идеи, но в его обязанности входит определение эффекта, который они могут оказать на специализированные модели фирмы.

Пример 14 (Выбор поставщика услуг)

Эллен Смит является экспертом по анализу финансовых результатов в “Artic Global Advisors”, фирме с глобальным инвестиционным мандатом от институциональных клиентов. Руководитель попросил Смит рассмотреть пять новых систем факторного анализа эффективности управления портфелем и порекомендовать ту, которая наиболее понятно объясняла бы инвестиционную стратегию фирмы ее клиентам. В списке была система, о которой она узнала, посетив выставочный стенд на недавней конференции. Система со многими количественными показателями, действующая по принципу “черного ящика” при вычислении факторных значений. Смит порекомендовала этот вариант, не исследовав другие, потому что очевидная сложность процесса должна была произвести впечатление на клиентов.

Комментарий: Действия Смит не были в достаточной степени добросовестными при рекомендации этого продукта. Помимо того что она не изучила и не рассмотрела другие четыре потенциальные системы, она не определила, соответствует ли анализ по принципу “черного ящика” инвестиционной

практике фирмы, с учетом инвестирования в разные страны и валюты. Смит должна анализировать и понимать процесс работы любого программного обеспечения или системы, прежде чем давать рекомендации фирме по их использованию в качестве факторной системы анализа.

Пример 15 (Выбор соуправляющего)

Крейг Джексон работает на компанию “Adams Partners Inc”. Ему было поручено выбрать соуправляющего хедж-фонда для повышения диверсификации крупного фондового продукта фирмы. Размещение должно произойти до начала следующего квартала. Джексон использует базу данных консультантов, чтобы найти подходящие фирмы, заявляющие о своем соответствии стандартам GIPS. Он обзванивает более 20 фирм из списка, чтобы подтвердить их потенциальный интерес и выяснить их самые свежие квартальные и годовые значения общей доходности. Из-за сжатых сроков Джексон рекомендует выбрать фирму с наибольшими суммарными значениями доходности.

Комментарий: Рассматривая только финансовые показатели и соответствие GIPS, Джексон не провел достаточного анализа потенциальных фирм в нарушение требований Стандарта V(A). Следует провести тщательное исследование фирм и их операций, чтобы быть уверенными, что сотрудничество с ними повысит диверсификацию клиентских портфелей и что они пригодны для работы с фондом фондов.

Пример 16 (Выбор управляющего)

Тимоти Грин работает в “Peach Asset Management”, где он создает специализированные модели для анализа данных, полученных из анкет с заявками на предложение, чтобы определить, кого из управляющих можно присоединить к их инвестиционной платформе, предназначенной для работы фонда фондов. Для включения в платформу должны быть соблюдены различные критерии. Из-за большого числа респондентов, чтобы дать рекомендацию о добавлении нового управляющего, Грин использует только те данные, которые были представлены.

Комментарий: Грин не провел никакого дополнительного внешнего анализа информации для проверки того, что было представлено в заявке на предложение, поэтому, скорее всего, его действия не соответствуют требованиям Стандарта V(A). Объем информации, запрашиваемой у сторонних управляющих, варьируется в зависимости от фирмы. Хотя запрашиваемая информация может быть всеобъемлющей, Грин должен был предпринять достаточные усилия для ее проверки, прежде чем рекомендовать фирму для присоединения. Для этого нужно, чтобы он вышел за рамки информации, предоставленной управляющим в анкете заявки на предложение. Для этого даже может потребоваться проведение собеседований с заинтересованными компаниями, анализ нормативных документов и обсуждение вопроса с их попечителем или аудитором.

Пример 17 (Требования к технической модели)

Жером Дюпон работает в группе кредитных исследований компании “XYZ Asset Management”, где он отвечает за разработку и обновление моделей кредитных рисков. Для того чтобы модели работали правильно, их нужно постоянно обновлять, добавляя свежие данные рынка.

Дюпон не взаимодействует с клиентами фирмы и не управляет их средствами. Он поддерживает контакт с менеджером фонда корпоративных облигаций США Джоном Смитом, у которого лишь самые поверхностные знания о модели и который время от времени задает очень простые вопросы относительно полученных с ее помощью рекомендаций. Смит не консультируется с Дюпоном при доработке инвестиционных стратегий своих клиентов.

Недавно перед Дюпоном поставили задачу разработать новую модель корпоративного кредитного риска для развивающихся рынков. Фирма планирует вложиться в кредит на таком рынке, и разработка модели является критическим шагом в этом процессе. Поскольку Смит, похоже, следует рекомендациям модели, не особенно заботясь о ее качестве, когда он разрабатывает инвестиционные стратегии своих клиентов, Дюпон решает сосредоточиться на разработке новой модели для развивающегося рынка и пренебрегает обновлением данных в модели для рынков США.

После нескольких месяцев без регулярных обновлений диагностическая статистика Дюпона начинает вселять тревогу и появляются сомнения в качестве кредитной модели для США. Вместо того чтобы проводить длительное и сложное обновление данных, Дюпон вводит новые коды в свою модель с некоторым добавлением ограниченного объема новых данных для того, чтобы быстро “решить” проблему. Он считает, что это поможет и не надо будет проводить полное обновление данных, поэтому он продолжает работать над моделью развивающегося рынка.

Спустя несколько месяцев после спешной “починки” модели, другой комплекс диагностических статистических данных выдает бессмысленные результаты, и Дюпон понимает, что в его предыдущее изменение

вкралась ошибка. Он быстро исправляет ее и предупреждает Смита. Тот понимает, что некоторые проведенные им предыдущие сделки были вызваны ошибочными результатами модели. Смит переделывает инвестиционный портфель, чтобы избавиться от ценных бумаг, приобретенных на основе сомнительных результатов, не сообщая никому о проблеме.

Комментарий: Смит нарушил Стандарт V(A), потому что “добросовестность, независимость и скрупулезность при анализе инвестиций, предоставлении рекомендаций по ним и проведении инвестиционных операций” означает, что члены и кандидаты должны понимать технические аспекты продуктов, которые они предлагают клиентам. Смит не понимает модель, на которую он полагается при управлении денежными средствами. Участники и кандидаты также должны в разумной мере направлять запросы, проверяя источники и точность всех данных, используемых при проведении инвестиционного анализа и составлении рекомендаций.

Дюпон нарушил Стандарт V(A), несмотря на то что он не торгует ценными бумагами и не принимает инвестиционных решений. В моделях Дюпона содержатся инвестиционные рекомендации, и он несет ответственность за их качество. Члены и кандидаты должны приложить разумные усилия для проверки результатов работы программных аналитических инструментов. Такая проверка должна проводиться до включения этих инструментов в процесс принятия решений.

См. также Стандарт V(B) “Предоставление информации существующим и потенциальным клиентам”.

Стандарт V(B). Предоставление информации существующим и потенциальным клиентам

Члены и кандидаты обязаны:

1. Предоставлять клиентам и потенциальным клиентам информацию о характере и общих принципах инвестиционных процессов, которые они используют в ходе инвестиционного анализа, подбора ценных бумаг и формирования инвестиционных портфелей, а также оперативно уведомлять их об изменениях, которые могут затронуть их характер.
2. Уведомлять клиентов и потенциальных клиентов о существенных ограничениях и рисках, связанных с инвестированием.
3. Исходя из разумных суждений выявлять факторы, играющие существенную роль при подготовке анализа, рекомендаций и решений в отношении инвестиций, и сообщать о таких факторах клиентам и потенциальным клиентам.
4. Проводить различие между фактами и мнениями при проведении инвестиционного анализа и выработке рекомендаций.

Руководство по применению

Основные вопросы:

- Информирование клиентов об инвестиционном процессе
- Различные формы коммуникации
- Выявление рисков и ограничений
- Отчет о результатах
- Разделение между фактами и оценками в отчетах

В Стандарте V(B) освещается вопрос взаимодействия членов и кандидатов с клиентами. Разработка и поддержание четких, непрерывных и досконально продуманных подходов к отчетности имеет решающее значение для обеспечения высокого качества финансовых услуг.

Когда клиенты хорошо понимают доведенную до них информацию, они также могут понять, как члены и кандидаты действуют от их имени, что дает им возможность принимать обоснованные инвестиционные решения. Такое понимание может быть достигнуто лишь путем четких коммуникаций.

Согласно Стандарту V(B) члены и кандидаты должны информировать клиентов о факторах, играющих важную роль в вынесенных рекомендациях по инвестициям. Особенно важной частью в этом условии является четкое разделение фактов и оценок. При подготовке отчета об исследовании член или кандидат должен представить базовые характеристики анализируемых ценных бумаг — это даст возможность получателю оценить отчет и воспользоваться необходимой, по его мнению, информацией в ходе принятия инвестиционного решения.

Аналогичным образом, например, при подготовке рекомендации по стратегии распределения активов, альтернативном способе инвестирования или структурированному инвестиционному продукту член или кандидат должен принимать во внимание факторы, имеющие отношение к обсуждаемым классам активов. В дальнейшем следует информировать о значительных изменениях рисков, связанных с ценной бумагой или инвестиционной стратегией. Рекомендуется регулярное информирование о любых изменениях характеристик риска.

Информирование клиентов об инвестиционных процессах

Члены и кандидаты должны надлежащим образом описывать существующим и потенциальным клиентам то, каким образом осуществляется процесс принятия инвестиционных решений. Должна быть предоставлена информация о факторах, имеющих как позитивное, так и негативное влияние на представленные рекомендации, в том числе сведения о значительных рисках и ограничениях используемого инвестиционного процесса, особенно только что выявленных рисков и ограничений. Члены и кандидаты должны на постоянной основе информировать клиентов и прочие заинтересованные стороны об изменениях в инвестиционном процессе и особенно о новых выявленных рисках и ограничениях. Только четко понимая природу инвестиционного продукта или услуги по управлению инвестициями, клиент может определить, могут ли изменения в продукте или услуге существенно повлиять на его инвестиционные задачи.

Понимание базовых характеристик инвестиционного продукта играет важную роль не только в оценке инвестиционного продукта как такового, но и в определении его воздействия на характеристики портфеля в целом. Хотя характеристики риска и доходности простой акции, рассматриваемой изолированно, могут выглядеть одинаковыми для любого инвестора, их последствия напрямую зависят от других имеющихся

инвестиционных продуктов. Например, если конкретная акция представляет 90% вложений инвестора, то ее значение для портфеля значительно отличается от того, каким бы оно было для инвестора с высоко диверсифицированным портфелем, в котором эта акция представляет лишь 2% его вложений.

Инвестиционная политика компании может включать привлечение сторонних консультантов, управляющих различными частями клиентских активов. При этом клиенты должны быть проинформированы о происходящей за счет привлечения консультантов специализации и диверсификации — это позволит клиентам в полной мере понимать набор применяемых продуктов и стратегий, влияющих на их инвестиционные задачи.

Различные формы коммуникации

В рамках Стандарта V(B) передача информации не ограничивается письменным отчетом, который традиционно составляется аналитиком, исследующим ценные бумаги, компанию или отрасль. Предоставление информации может быть осуществлено посредством любых средств связи — личной встречи, устной рекомендации, телефонного разговора, СМИ или компьютера (например, через Интернет).

В последние годы коммуникация все чаще осуществляется посредством компьютеров и мобильных устройств. Однако во избежание недоразумений члены и кандидаты, пользующиеся социальными сетями для донесения информации, не должны забывать о том, что не все клиенты пользуются ими.

Предоставляя информацию с помощью новых технологий, члены и кандидаты должны убедиться, что все клиенты имеют равный доступ к этой информации и что это может считаться публичным распространением.

Характер коммуникации с клиентами весьма разнообразен: он варьируется от одного слова (“купить” или “продать”) до подробных стостраничных отчетов. Сообщение может содержать общую рекомендацию по рынку, распределению активов или классам инвестиционных продуктов (акциях, облигациях, недвижимости) или относиться к определенной ценной бумаге. Если рекомендации сформулированы кратко (например, это список рекомендованных к покупке ценных бумаг), члены и кандидаты должны уведомить клиентов о том, что у автора отчета имеется дополнительная информация и анализ.

Выявление рисков и ограничений

Еще одной обязанностью членов и кандидатов является информирование существующих и потенциальных клиентов об имеющихся рисках и ограничениях инвестиционных продуктов и рекомендаций. Тип и природа данных рисков будут зависеть от инвестиционного процесса, которому следуют члены и кандидаты, а также от личных обстоятельств клиента. В целом использование заемных средств представляет собой значительный риск и должно быть раскрыто.

Члены и кандидаты обязаны надлежащим образом раскрывать общие рыночные риски, связанные с использованием сложных финансовых инструментов, которые считаются значимыми. Список рисков, о раскрытии которых стоит задуматься, включает (но не исчерпывается) риски на уровне контрагента, страны, сектора, отрасли, ценной бумаги, а также кредитный риск.

Ценные бумаги и способы инвестирования могут иметь ряд ограничивающих факторов, влияющих на инвестиционные решения существующих и потенциальных клиентов. Члены и кандидаты должны сообщать им о наличии ограничений, значимых для процесса принятия решения. Примеры таких факторов включают (но не исчерпываются) инвестиционную ликвидность и емкость. Ликвидность — это способность реализовать инвестиционные продукты своевременно и по разумной цене. Емкость — сумма инвестиций, за пределами которой новые инвестиции будут негативно влиять на доходность. Уместность раскрытия информации о рисках должна оцениваться на базе того, что было известно на момент принятия инвестиционного решения (часто называемый “ex ante”). Члены и кандидаты должны раскрывать значительные риски, информация о которых имеется на момент этого раскрытия. Однако от членов и кандидатов нельзя ожидать раскрытия рисков, информации о которых нет в момент вынесения рекомендаций или принятия инвестиционных мер. При оценке соблюдения Стандарта V(B) важно установить понятие предполагаемого риска или ограничения. Единовременный инвестиционный убыток, возникший после раскрытия информации, не является существенным фактором при оценке того, были ли риски и ограничения раскрыты надлежащим образом. Отсутствие информации о риске или ограничении, впоследствии приводящем к убытку, может свидетельствовать о недобросовестной работе члена или кандидата, но не о нарушении Стандарта V(B).

Отчет о результатах

По завершении аналитического процесса сотрудник, готовящий отчет, должен включить элементы, важные для анализа и выводов доклада, чтобы получатель мог проследить и оспорить представленные

рассуждения. Автор отчета, который провел надлежащее исследование, может сделать акцент на одних аспектах, кратко затронуть другие и пропустить те, которые, на его взгляд, не являются важными. Например, в отчете может подробно разбираться доклад о ежеквартальной прибыли или внедрении нового продукта, но при этом могут быть пропущены другие вопросы, если аналитик четко обозначает ограничения по объему отчета.

Рекомендации по инвестициям, основывающиеся на количественном исследовании и анализе, должны быть подкреплены имеющимися в наличии материалами и не входить в конфликт с ранее использованной методологией. Если в методологии имели место изменения, они должны быть упомянуты.

Различие между фактами и оценками в отчетах

Стандартом V(B) установлено, что оценка должна быть отделена от факта. Нарушения часто возникают, когда в отчете нет разграничения между прошлой и будущей ситуацией, что происходит из-за отсутствия указания на то, что оценки прибыли, изменения в прогнозе, касающемся дивидендов, или информация о будущих рыночных ценах являются оценками, построенными на учете будущих условий.

При проведении сложного количественного анализа члены и кандидаты должны четко отделять факты от статистических гипотез, а также выявлять известные ограничения анализа. Если члены и кандидаты не описали пределы статистических моделей, это может привести к нарушению ими Стандарта V(B), поскольку такое упущение оставляет читателей отчета неосведомленными относительно пределов достоверности опубликованных прогнозов.

Члены и кандидаты должны открыто обсуждать с существующими и потенциальными клиентами допущения, используемые в инвестиционных моделях и процессах. Следует с осторожностью ручаться за точность моделей и процессов, так как конечным результатом исследования является оценка, а не установленный факт.

Рекомендации по исполнению обязанностей

Так как способность выбрать значимые факторы является аналитическим навыком, оценка того, использовал ли член или кандидат принцип обоснованного мнения, исключая или включая информацию в отчет, должна проводиться в каждом случае индивидуально, а не с использованием контрольного перечня.

Члены и кандидаты должны способствовать созданию в своих компаниях строгой методологии анализа исследований, готовых к публикации и распространению среди клиентов.

Чтобы можно было задним числом провести анализ отчета, член или кандидат должен сохранять записи о сути исследований и по запросу предоставлять клиенту (или любому другому получателю отчета) дополнительную информацию о факторах, не включенных в отчет.

Примеры практического применения Стандарта

Пример 1 (Достаточное раскрытие инвестиционных систем)

Сара Уильямсон, директор по маркетингу компании “Country Technicians, Inc.”, убеждена, что нашла идеальную формулу для увеличения дохода компании и диверсификации ее портфеля. Уильямсон планирует опираться на репутацию фирмы как ведущего фондового менеджера, продавая эксклюзивные и дорогие рекомендации по инвестициям состоятельным клиентам. Одним из недостатков плана является сложность инвестиционной системы “Country Technicians, Inc.”: она сочетает в себе технические правила торговли (основанные на исторических колебаниях цен и объемов) и правила построения портфеля, созданные для минимизации рисков. Для упрощения информационного бюллетеня она решает включить в него лишь 5 лучших рекомендаций по купле-продаже за неделю и опустить детали моделей оценки и схемы структурирования портфеля.

Комментарий: Намерения Уильямсон относительно содержания бюллетеня нарушают Стандарт V(B). Ей не нужно подробно описывать инвестиционную систему для эффективной реализации рекомендации, но она должна информировать клиентов компании об основных процессах и лежащей в их основе логике. Без понимания базовых принципов рекомендации клиенты не смогут увидеть ограничения и сопутствующие риски.

Пример 2 (Преподнесение оценок под видом фактов)

Ричард Докс, аналитик, специализирующийся на добывающей промышленности, в компании “East Bank Securities”, только что подготовил отчет о компании “Boisy Bay Minerals”. В отчет включена его собственная оценка запасов полезных ископаемых, которые могут быть найдены на участках,

принадлежащих компании. Докс выполнил расчеты, основываясь на результатах анализа керна, взятого при последнем бурении, проведенном компанией. Согласно его расчетам на участках компании находится более 500 000 унций золота. Докс в своем отчете делает вывод: “Исходя из того факта, что компания владеет 500 000 унциями золота, предназначенного для добычи, я рекомендую активно покупать”.

Комментарий: Если Докс выпустит доклад в такой формулировке, он нарушит Стандарт V(B). Его расчеты общих запасов золота, находящихся в собственности, базируются на результате недавнего отбора керна и являются количественной оценкой, а не фактом. В исследовательских отчетах оценка должна быть четко отделена от факта.

Пример 3 (Правильное описание ценных бумаг)

Оливия Томас, аналитик брокерской фирмы “Government Brokers, Inc.”, специализирующейся на торговле государственными облигациями, подготовила отчет, в котором описывается инвестиционная стратегия, основанная на ожидаемом снижении уровня процентных ставок в США. Специалисты фирмы разработали структурированный продукт, который позволит клиентам извлечь выгоду из этой стратегии. В отчете Томас, описывающем стратегию, указывается, что высокая доходность возможна при различных сценариях снижения процентных ставок.

Ссылаясь на коммерческую тайну в отношении структурированного продукта, лежащего в основе стратегии, в отчете не дается детального описания того, как фирма может предложить такую доходность, а также не описаны связанные со стратегией риски; кроме того, в отчете не рассматривается сценарий, в котором происходит рост процентных ставок.

Комментарий: Томас нарушила Стандарт V(B), так как в ее отчете не были должным образом описаны основные характеристики фактических и предполагающихся рисков инвестиционной стратегии, в т.ч. механизм создания структуры и степень использования заемных средств. В отчет следовало включать сбалансированное отражение того, как будет функционировать стратегия и в случае роста, и в случае снижения уровня процентных ставок, желательно, иллюстрируя ожидания от применения стратегии в случае разных сценариев поведения процентной ставки и кредитного риска. Если вопросы ликвидности актуальны для оценки производных финансовых инструментов или лежащих в их основе ценных бумаг, следует также раскрывать меры, принятые фирмой для управления этими рисками.

Пример 4 (Извещение об изменении мандата фонда)

“May & Associates” — динамично растущая компания, которая с момента своего создания специализируется на инвестициях в американские ценные бумаги малой капитализации. Одним из ее критериев отбора является уровень капитализации не более 250 миллионов долларов США. После нескольких лет успеха на рынке по сравнению со своими аналогами клиентская база компании расширилась до той степени, что активы в управлении сейчас превышают 3 миллиарда долларов США. Для целей улучшения ликвидности главный инвестиционный директор фирмы решает поднять максимально допустимый потолок рыночной капитализации до 500 миллионов долларов США и соответствующим образом изменить материалы по продажам и маркетингу, чтобы информировать потенциальных клиентов и сторонних консультантов.

Комментарий: Хотя инвестиционный директор поступает правильно, информируя потенциально заинтересованные стороны об изменениях в инвестиционном процессе, он должен также уведомить и существующих клиентов “May & Associates”. Среди них могут быть не только те, кто использует фирму как специалиста по малой капитализации, но и те, кто применяет диверсифицированный подход, работая со специалистами по бумагам средней и высокой капитализации. Такие клиенты могут рассматривать изменения подходов “May & Associates” как изменение, нарушающее их ситуацию с распределением активов.

Пример 5 (Извещение об изменении мандата фонда)

Вместо того, чтобы поднять максимально допустимый потолок рыночной капитализации с 250 до 500 миллионов долларов США, “May & Associates” расширяет круг компаний, с которыми она работает, включая в него неамериканские компании.

Комментарий: Стандарт V(B) устанавливает, что инвестиционный директор компании должен информировать клиентов о подобном изменении, так как с большой долей вероятности клиенты работают с ней именно из-за ее умения инвестировать в американские бумаги малой капитализации. К другим изменениям, о которых требуется уведомлять клиентов, относится введение производных

инструментов для стимулирования определенного сектора рынка или ослабление иных ограничений, таких как бета-коэффициент портфеля.

Во всех подобных случаях члены и кандидаты должны информировать об изменениях все заинтересованные стороны.

Пример 6 (Уведомление об изменениях, вносимых в процесс инвестирования)

Компания “RJZ Capital Management”, управляющая ценными бумагами, ориентированными на стоимость, выбирает фонды, используя комбинацию из 4 мультифакторных моделей. Компания разработала новую модель дисконтирования дивидендов (DDM) и, используя ее при тестировании рыночных данных за последние 10 лет, получила благоприятные результаты. Эта модель основывается на прогнозе темпов инфляции, темпов роста доходов и процентных ставках. Президент “RJZ” решает заменить предыдущую простую модель, использующую цены за последние 12 месяцев, на новую DDM.

Комментарий: Поскольку введение новой модели оценки представляет собой существенное изменение в инвестиционном процессе, президент “RJZ” должен сообщить об этом изменении клиентам фирмы. Компания переходит от модели, основанной на точных данных, к модели, которая по крайней мере частично зависит от навыков прогнозирования. Клиенты, скорее всего, расценят это как существенное изменение, а не просто доработку процессов фирмы.

Пример 7 (Уведомление об изменениях, вносимых в процесс инвестирования)

Из “RJZ Capital Management” уходит главный создатель ее мультифакторной системы оценки. Без информирования клиентов президент компании решает перенаправить кадровый потенциал фирмы на разработку продукта для пассивного управления акционерным капиталом — продукта, который будет имитировать показатель основного рыночного индекса.

Комментарий: Не проинформировав клиентов о существенных изменениях в инвестиционном процессе, президент компании нарушил Стандарт V(B).

Пример 8 (Уведомление об изменениях, вносимых в процесс инвестирования)

В компании “Fundamental Asset Management, Inc.” ответственность за выбор акций для добавления в “утвержденный” список только что перешла от отдельных специалистов по анализу ценных бумаг к комитету, состоящему из директора по исследованиям и трех старших портфельных менеджеров. Элеанор Моралес, портфельный менеджер компании, считает это изменение недостаточно важным, чтобы информировать о нем клиентов.

Комментарий: Моралес должна проинформировать всех своих клиентов о произошедшем изменении. Некоторые клиенты могут быть обеспокоены изменением морального духа и мотивации лучших аналитиков компании после такого преобразования. Более того, клиенты могут оспорить результаты работы портфельных управляющих по подбору акций и даже предпочесть более тщательно отслеживать ситуацию.

Пример 9 (Полное раскрытие инвестиционной системы)

Аманда Чинн — инвестиционный директор компании “Diversified Asset Management”, которая управляет целевым капиталом благотворительной организации. В связи с недавним уходом сотрудников компании ей было решено ограничить свои прямые инвестиции ценными бумагами с высокой капитализацией и передать управление ценными бумагами с малой и средней капитализацией сторонним управляющим фондам. В пресс-релизе, описывающем грядущие изменения стратегии, Чинн сообщает: “Как инвестиционный директор я буду непосредственно контролировать команду, размещающую целевой капитал в бумаги с высокой капитализацией. Я буду координировать отбор и постоянно следить за работой внешних менеджеров, ответственных за размещение целевого капитала по другим классам”. В письме также описаны причины изменения и характеристики, которыми должны обладать сторонние управляющие, для того чтобы их кандидатура была рассмотрена.

Комментарий: В соответствии со Стандартом V(B) требуется раскрытие инвестиционного процесса, используемого для построения портфеля фонда. Изменение инвестиционного процесса, при котором управление всеми классами инвестиций происходит внутри фирмы, на процесс с привлечением сторонних менеджеров является одним из примеров информации, которая должна быть доведена до сведения клиентов. Чинн и ее фирма выполнили требования Стандарта V(B), предоставив клиентам соответствующие сведения. Теперь благотворительный фонд может принять обоснованное решение о том, является ли компания по-прежнему подходящим для него управляющим.

Пример 10 (Уведомление об изменениях, вносимых в процесс инвестирования)

Майкл Папис — директор по инвестициям пенсионного фонда своего штата. Фонд всегда привлекал внешних консультантов для размещения вложений в объекты недвижимости, и эта информация четко отражена во всех публикациях фонда. Томас Нэгл, признанный аналитик со стороны продавца и однокурсник Паписа по бизнес-школе, недавно ушел из инвестиционного банка, в котором он работал, чтобы открыть собственную фирму по управлению активами, “Accessible Real Estate”. Нэгл пытается сформировать свой портфель активов в управлении и связывается с Паписом, чтобы получить в управление часть средств, размещаемых пенсионным фондом. В предыдущие несколько лет доходность инвестиций этого пенсионного фонда в недвижимость соответствовала целевым показателям фонда, однако была ничем не примечательной. Папис решает помочь своему старому другу, а также повысить доходность по вложениям в недвижимость, переместив их в “Accessible”. Единственное уведомление о смене консультанта появляется в следующем годовом отчете в перечне привлекаемых консультантов.

Комментарий: Папис нарушил Стандарт V(B). Он попытался скрыть истинную причину своего решения поменять сторонних управляющих, раскрыв информацию без каких-либо подробностей. Вкладчики и доверительные собственники фонда должны быть осведомлены о происходящих изменениях для того, чтобы порядок производимых процедур был соблюден.

См. также: Стандарт IV(C) “Обязанности непосредственных руководителей”, Стандарт V(A) “Добросовестность и разумное обоснование”, Стандарт VI(A) “Раскрытие информации о конфликте интересов”.

Пример 11 (Уведомление об ошибках)

Жером Дюпон работает в группе кредитных исследований компании “XYZ Asset Management”, где он отвечает за разработку и обновление моделей кредитных рисков. Для того чтобы модели работали правильно, их нужно постоянно обновлять, добавляя свежие рыночные данные.

Дюпон не взаимодействует с клиентами своей компании и не управляет их средствами.

Он поддерживает контакт с менеджером фонда корпоративных облигаций США Джоном Смитом, у которого лишь самые поверхностные знания о модели и который время от времени задает базовые вопросы относительно полученных с ее помощью рекомендаций. Смит не консультируется с Дюпоном при доработке инвестиционных стратегий своих клиентов.

Недавно перед Дюпоном поставили задачу разработать новую модель корпоративного кредитного риска для развивающихся рынков. Фирма планирует вложиться в кредитные инструменты на таком рынке, и разработка модели является критическим шагом в этом процессе. Поскольку Смит, похоже, следует рекомендациям модели, не особенно заботясь о ее качестве, когда он разрабатывает инвестиционные стратегии своих клиентов, Дюпон решает сосредоточиться на разработке новой модели для развивающегося рынка и пренебрегает обновлением данных в модели для рынков США.

После нескольких месяцев отсутствия регулярных обновлений предсказательные возможности статистики Дюпона начинают вселять тревогу и появляются сомнения в качестве кредитной модели для США. Вместо того, чтобы проводить длительное и сложное обновление данных, Дюпон вводит новые функции в свою модель с некоторым добавлением ограниченного объема новых данных для того, чтобы быстро “решить” проблему. Он считает, что это поможет и не надо будет проводить полное обновление данных, поэтому он продолжает работать над моделью развивающегося рынка.

Спустя несколько месяцев после спешной “починки” модели другой комплекс диагностических статистических данных выдает бессмысленные результаты, и Дюпон понимает, что в его предыдущее изменение вкралась ошибка. Он быстро исправляет ее и предупреждает Смита. Тот понимает, что некоторые проведенные им предыдущие сделки были вызваны ошибочными результатами модели. Смит переделывает инвестиционный портфель, чтобы избавиться от ценных бумаг, приобретенных на основе сомнительных результатов, не сообщая никому о проблеме.

Комментарий: Смит нарушил Стандарт V(B), не проинформировав о существенной ошибке в инвестиционном процессе. Клиенты должны были быть уведомлены о ней и о мерах по устранению выявленных нарушений, которые были предприняты фирмой от их имени.

См. также: Стандарт V(A) “Добросовестность и разумное обоснование”.

Пример 12. (Уведомление о рисках и ограничениях)

Специалист по количественному анализу Юрий Яковлев разработал инвестиционную стратегию, которая выбирает ценные бумаги компаний с малой капитализацией на основе количественных сигналов. Стратегия Яковлева, как правило, идентифицирует лишь небольшое количество акций (10–20), которые имеют тенденцию к проявлению низкой ликвидности, но, согласно его ретроспективным тестам, стратегия генерирует значительную доходность с поправкой на риск. Партнеры фирмы Яковлева, “QSC Capital”,

впечатлены этими результатами. После тщательного изучения рисков стратегии, диагностического обследования, тестирования на исторических данных и сценарного анализа “QSC Capital” решает вложить 10 миллионов долларов США собственных средств для того, чтобы Яковлев подтвердил успешность своей стратегии.

Спустя 2 года стратегия принесла доход выше ожидаемого и коэффициент Шарпа фонда приблизился к 1.0. На базе этих результатов “QSC Capital” принимает решение активно продвигать фонд среди крупных институциональных инвесторов. При создании рекламных материалов Яковлев сообщает отделу маркетинга, что возможности стратегии ограничены. Сложно точно установить степень ограничения; она зависит от ликвидности рынка и других факторов его модели, которые могут меняться со временем. Яковлев указывает, что с учетом существующих рыночных условий инвестиции в фонд выше 100 миллионов долларов капитала могут представлять сложность и негативно отражаться на ожидаемой доходности фонда.

Алан Уэллард, руководитель маркетингового отдела и партнер с 30-летним опытом в маркетинге, объясняет Яковлеву, что эти технические сложности испортят маркетинговое сообщение. По мнению Уэлларда, рекламные материалы должны делать акцент исключительно на успешности фонда. Яковлев в свою очередь не возражает, так как в фонде сосредоточено лишь 12 миллионов долларов капитала, что сильно меньше допустимых 100 миллионов долларов.

Комментарий: Яковлев и Уэллард не раскрыли надлежащим образом существенное ограничение, связанное с инвестиционным продуктом. Яковлев считает, что ограничение, как только оно будет достигнуто, существенно повлияет на доходность фонда. Хотя в настоящее время активы фонда далеки от отметки в 100 миллионов долларов, существующие и потенциальные инвесторы должны быть осведомлены о данной проблеме. Если существенное ограничение недоступно для понимания клиентов при отсутствии у них должной технической подготовки, Яковлев и Уэллард должны либо обучить клиентов, либо убедиться в том, что фонд подходит для каждого из них.

Пример 13 (Уведомление о рисках и ограничениях)

“Brickell Advisers” предлагает инвестиционные консультационные услуги в основном южноамериканским клиентам. Джульетта Рамон, риск-аналитик компании, объясняет клиентам, как фирма проводит оценку стоимости под риском (VaR) для отслеживания риска своих стратегий. Рамон заверяет клиентов в том, что расчет VaR при уровне значимости 99%, с использованием 20-дневного периода удержания и применением методологии, базирующейся на принципе заблаговременного (“ex ante”) моделирования по методу Монте-Карло, является очень эффективным. Фирма никогда не несла убытков больше тех, что были спрогнозированы с помощью VaR-анализа.

Комментарий: Информация Рамон о рисках, связанных с инвестиционным процессом, была недостаточной для соблюдения Стандарта V(B). Убытки, предсказанные VaR анализом, в большой степени зависят от используемых в модели входных данных. Размер и вероятность потерь могут существенно отличаться от предсказанных отдельной моделью. Рамон должна раскрыть, каким образом были выбраны входные данные, а также потенциальные ограничения и риски, связанные с инвестиционной стратегией.

Пример 14 (Уведомление о рисках и ограничениях)

Лили Смит присутствовала на отраслевой конференции и обратила внимание на то, что Джон Бейкер, инвестиционный менеджер компании “Baker Associates”, был удостоен большого внимания со стороны других участников. На основе своих знаний о репутации Бейкера и того, какой интерес он привлек на конференции, Смит рекомендует причислить “Baker Associates” к утвержденному списку компаний, с которыми они работают. Ее рекомендация Комитету по утверждению включала следующее заявление: “Джон Бейкер пользуется большим уважением в отрасли, а инвесторы постоянно отслеживают его идеи. Наши клиенты только выиграют от инвестирования с “Baker Associates”.

Комментарий: В своей рекомендации Смит необоснованно смешивает факты и оценки. Ее действия противоречат требованиям Стандарта V(B). Смит полагается на свое мнение касательно репутации Бейкера и на то, что с ним говорили многие присутствующие на конференции. Смит должна также изучить требования Стандарта V(A), касающиеся обоснованного суждения, прежде чем рекомендовать компанию “Baker Associates”.

Стандарт V(C). Ведение документации

Члены и кандидаты обязаны надлежащим образом документировать результаты инвестиционного анализа, свои рекомендации, инвестиционные решения и обмен инвестиционной информацией с клиентами и потенциальными клиентами.

Руководство по применению

Основные вопросы:

- *Хранение документации с использованием новых технологий*
- *Документация – собственность компании*
- *Местные требования*

Члены и кандидаты должны вести документацию, подтверждающую объем аналитического исследования и обоснования для тех или иных действий и выводов. Это требование применяется как к решениям о купле-продаже ценных бумаг, так и к проводимым аналитическим исследованиям, не ведущим к изменению позиций. То, какая документация необходима для подтверждения рекомендаций или инвестиционных действий, определяется ролью члена или кандидата в процессе принятия инвестиционного решения. Документация может храниться либо на бумажном носителе, либо в электронной форме.

Далее представлены примеры подтверждающей документации, которая позволяет члену или кандидату соблюдать требования:

- личные записи со встреч с компаниями, являющимися объектами анализа;
- пресс-релизы или презентации, выпущенные компанией, которая является объектом анализа;
- результаты компьютерного моделирования и анализа;
- входные параметры для компьютерного моделирования;
- риск-анализ влияния изменения стоимости ценных бумаг на портфель;
- критерии отбора сторонних консультантов;
- записи со встреч с клиентами по рассмотрению положений инвестиционной политики;
- внешние аналитические отчеты.

Хранение документации с использованием новых технологий

Возросший уровень использования новых и развивающихся технологических форматов (например, социальных сетей) для сбора и обмена информацией влечет за собой новые требования к хранению необходимых записей и файлов.

Характер или формат информации не снимает с члена или кандидата обязанности вести записи информации, используемой в его анализе или переданной клиенту.

Члены и кандидаты должны понимать, что, несмотря на то что работодатели и местные регулирующие органы разрабатывают политику сохранения цифровых данных, эта политика может не успевать за появлением новых каналов коммуникации. Такое отставание возлагает на человека огромную ответственность за обеспечение сохранности всей необходимой информации. Вот неполный список электронных форматов хранения информации, которые должны остаться в использовании:

- электронные письма;
- текстовые сообщения;
- записи в блоге;
- публикации в Twitter.

Документация – собственность компании

Как правило, записи, созданные в рамках профессиональной деятельности члена или кандидата от лица его работодателя, являются собственностью компании-работодателя. Когда член или кандидат уходит из компании на новое место работы, он не может забрать с собой данные, принадлежащие компании, в том числе оригиналы или копии подтверждающих записей о своей работе, без явно выраженного согласия на это предыдущего работодателя. Член или кандидат не может использовать архивные рекомендации или аналитические отчеты, созданные на предыдущем месте работы, так как сопутствующая документация недоступна. Для дальнейшего использования член или кандидат должен воссоздать подтверждающие записи, используя информацию, полученную из доступных источников или непосредственно от компании, являющейся объектом анализа, а не по памяти или из источников, полученных у предыдущего работодателя.

Местные требования

Местные регулирующие органы часто предъявляют к членам, кандидатам и компаниям, в которых они работают, требования, связанные с необходимым хранением документации. Компании могут также проводить политику, детализирующую используемые временные ограничения, в рамках которых необходимо сохранять записи о проводимых исследованиях и коммуникации с клиентами. Выполнение таких жестких нормативных требований соответствует Стандарту V(C). В случае отсутствия регулирующего документа или политики компании CFA Institute рекомендует хранить информацию в течение минимум семи лет.

Рекомендации по соблюдению установленных требований

Ответственность за ведение документации, подтверждающей инвестиционные действия, обычно лежит на компании, а не на отдельных лицах. Однако члены и кандидаты должны архивировать аналитические заметки и прочие документы, подтверждающие их текущие сообщения, связанные с инвестициями, в электронном или печатном виде. Это поможет их компаниям в соблюдении требований по сохранению внутренней и внешней документации.

Примеры практического применения Стандарта

Пример 1 (Хранение документации; задачи и рекомендации инвестиционной декларации)

Один из клиентов Николаса Линдстрома расстроен отрицательной доходностью своего портфеля ценных бумаг. Согласно инвестиционной декларации клиента (IPS), портфельный менеджер должен следовать подходу, ориентированному на целевой показатель. К целевому ориентиру клиента относится размещение 35% инвестиций в технологический сектор. Клиент признает, что такое размещение инвестиций было уместно, но за последние три года технологический сектор понес серьезные потери. Клиент выражает инвестиционному менеджеру недовольство тем, что он размещает так много средств в это направление.

Комментарий: Для Линдстрома важно иметь соответствующие записи, подтверждающие, что за последние 3 года доля инвестиций в технологические компании в целевом индексе составляла 35%, как это предусмотрено в IPS. У Линдстрома также должна быть инвестиционная декларация клиента, в которой указано, что целевой ориентир соответствует инвестиционным задачам клиента. Также у него должна быть документация, подтверждающая, что процесс инвестирования был должным образом объяснен клиенту и что IPS регулярно обновлялся. Если Линдстром предпринимает эти действия, то он соблюдает Стандарт V(C).

Пример 2 (Сохранение документации и процесс исследования)

Малкольм Янг — аналитик-исследователь, который пишет многочисленные отчеты о рейтинге компаний, занимающихся элитной розничной торговлей. Его отчеты основываются на различных источниках, включая интервью с менеджерами компаний, производителями и экономистами; посещения самих компаний; опросы клиентов; вторичные исследования аналитиков этой отрасли.

Комментарий: Янг должен тщательно документировать и сохранять копии всей информации, используемой в его отчетах, включая вторичные или сторонние исследования других аналитиков. Отсутствие сохранности таких файлов означает нарушение Стандарта V(C).

Пример 3 (Документация — собственность компании, а не сотрудника)

Будучи сотрудником “Green Partners Investment Management, LLP (GPIM)”, Мартин Бланк разрабатывает аналитическую модель. Во время работы в этой компании он систематически документирует расчеты, лежащие в основе модели, а также обоснования этих расчетов. Как автор успешной модели, Бланк был нанят на должность главы исследовательского департамента в фирме, конкурирующей с “GPIM”. Бланк забирает в новую компанию копии записей, относящихся к его модели.

Комментарий: Записи, сделанные Бланком для поддержания модели, разработанной им в “GPIM”, являются собственностью “GPIM”. То, что, уходя на новое место работы, он забирает документы без разрешения компании, является нарушением Стандарта V(C). Для дальнейшего использования модели Бланк должен воссоздать сопутствующие документы, уже работая в новой фирме.

Стандарт VI. Конфликт интересов

Стандарт VI(A). Раскрытие информации о конфликтах интересов

Члены и кандидаты обязаны достоверно и полно сообщать обо всех ситуациях, способных оказать существенное влияние на их независимость и беспристрастность или отразиться на исполнении ими обязательств в отношении клиентов, потенциальных клиентов и работодателей. Члены и кандидаты обязаны предоставлять однозначное, очевидное, четкое и понятное всем заинтересованным сторонам изложение подобных ситуаций.

Руководство по применению

Основные вопросы:

- *Раскрытие информации о конфликтах работодателей*
- *Раскрытие информации о конфликтах клиентам*
- *Конфликты интересов между подразделениями компании*
- *Конфликты, связанные с владением акциями*
- *Конфликты интересов в должности директора*

Лучшая практика заключается в том, чтобы избегать реальных конфликтов интересов или даже их видимости, если это возможно. Конфликт интересов нередко возникает в профессиональной инвестиционной деятельности. Он может возникнуть между интересами клиентов, работодателей и интересами самого участника или кандидата. Обычным источником конфликтов являются схемы оплаты труда, особенно программы поощрения и выдачи бонусов, которые обеспечивают немедленное вознаграждение членам и кандидатам, при этом создание долгосрочных ценностей принимается во внимание или учитывается в незначительной степени.

Выявление и урегулирование таких конфликтов является важной частью работы в инвестиционной отрасли и может принимать различные формы. Если конфликта невозможно избежать разумным путем, необходимо четко и в полной мере раскрыть информацию о его существовании.

Стандарт VI(A) защищает инвесторов и работодателей, требуя от членов и кандидатов полного раскрытия информации клиентам, потенциальным клиентам и работодателям обо всех фактических и потенциальных конфликтах интересов. После того как членом или кандидатом предоставлено полное раскрытие информации по такому конфликту, работодатель, клиенты и потенциальные клиенты будут обладать информацией, необходимой для оценки объективности инвестиционного совета или действий, предпринятых от их имени.

Для того чтобы раскрытие было действенным, заявление должно быть сделано в явном виде и простым языком так, чтобы информация могла быть эффективно передана другим сторонам. Члены и кандидаты несут ответственность за то, чтобы определить частоту, форму и обстоятельства, при которых происходит раскрытие информации о конфликтах.

Передовая практика заключается в том, чтобы обновлять раскрываемую информацию в случае существенного изменения характера конфликта интересов, например, если происходит усугубление такого конфликта из-за введения системы бонусов, основанной на ежеквартальных показателях в отличие от годовой прибыли. При раскрытии и обновлении информации о конфликте интересов члены и кандидаты должны проявлять добросовестность и стремиться наиболее эффективно информировать о конфликте интересов.

Раскрытие информации о конфликтах интересов и предоставление ее работодателям

Раскрытие работодателю информации о конфликтах интересов может быть целесообразно в целом ряде случаев. Предоставляя подобную информацию работодателям, члены и кандидаты должны сообщать ее в объеме, достаточном для оценки последствий конфликта. Соблюдая методологические принципы своего работодателя, члены и кандидаты могут избежать потенциально неловких ситуаций и дорогостоящих нарушений этических или нормативных требований.

К ситуациям, требующим доклада, относятся конфликты, которые могут помешать предоставлению объективных инвестиционных рекомендаций, и конфликты, которые могут привести к тому, что член или кандидат будет действовать не в лучших интересах работодателя. Те же обстоятельства, которые порождают конфликты, о которых следует сообщать клиентам и потенциальным клиентам, диктуют необходимость сообщать о них работодателям. О владении акциями, которые анализируются или по которым составляются

рекомендации, участия во внешних советах директоров, а также финансовом или ином давлении, которое может повлиять на принятие решения, должно быть незамедлительно сообщено работодателю, чтобы можно было оценить влияние такого фактора и принять решение о том, как разрешить конфликт.

Даже простая видимость конфликта интересов может создать проблемы для членов, кандидатов и их работодателей. Поэтому многие из упомянутых выше конфликтов могут быть в явном виде запрещены работодателем. Например, многие работодатели ограничивают торговлю в собственных интересах, членство во внешних правлениях и связанную с этим деятельность для предотвращения ситуаций, которые обычно не считаются проблемными, однако могут создавать видимость конфликта интересов. Члены и кандидаты должны соблюдать эти ограничения и должны принимать разумные меры во избежание конфликтов, а в случае их непреднамеренного возникновения незамедлительно сообщать о них, чтобы работодатель и член или кандидат могли как можно быстрее и эффективнее разрешить сложившуюся ситуацию.

Стандарт VI(A) также касается конфликта интересов у членов или кандидатов, который может нанести ущерб бизнесу работодателя. Любая потенциальная конфликтная ситуация — ситуация, которая может помешать четкой оценке или сознательному выполнению обязанностей члена или кандидата перед работодателем, — должна быть доведена до его сведения и оперативно разрешена.

Раскрытие информации клиентам

Члены и кандидаты должны сохранять объективность при проведении инвестиционных консультаций или принятии инвестиционных решений. Инвестиционные советы или действия могут быть восприняты как сомнительные с моральной точки зрения во многих ситуациях. Может ли член или кандидат оставаться объективным, если от имени фирмы он/она получает вознаграждение за свои услуги или оказывает помощь в его получении? Может ли участник или кандидат дать объективный совет, если он/она владеет акциями компании, в отношении которой дана инвестиционная рекомендация?

Или если у участника или кандидата близкие личные отношения с менеджерами компании? Требования к членам и кандидатам раскрывать все обстоятельства, которые предположительно могут негативно сказаться на объективности его позиции, позволяет клиентам и потенциальным клиентам выносить самостоятельное суждение об их мотивах и возможной ангажированности.

Часто в инвестиционной отрасли конфликта или видимости конфликта невозможно избежать. Наиболее очевидными конфликтами интересов, которые всегда следует раскрывать, являются отношения между эмитентом и членом, кандидатом или его/ее фирмой (например, занятие поста руководителя или консультанта; инвестиционно-банковская деятельность, андеррайтинг и финансовые отношения; деятельность в качестве брокера/дилера на рынке; существенное бенефициарное право собственности на акции). Для целей Стандарта VI(A) считается, что члены и кандидаты являются бенефициарными собственниками ценных бумаг или других инвестиций, если они имеют прямую или косвенную финансовую заинтересованность в ценных бумагах, имеют право голосовать или руководить процедурой голосования по долям ценных бумаг или инвестиций, либо распоряжаться ценными бумагами или инвестициями или руководить этой процедурой.

Член или кандидат должен предпринимать разумные шаги для определения наличия конфликта интересов и сообщать клиенту о любом известном ему конфликте интересов своей фирмы. Благодаря раскрытию информации о брокерской/дилерской деятельности на рынке, клиент оказывается предупрежден о том, что покупка или продажа может быть осуществлена со счета или на счет фирмы и что компания имеет особую заинтересованность в цене акций.

Кроме того, клиентам следует раскрывать информацию о размерах комиссионных, соглашениях о консультационных субподрядах или других ситуациях, связанных с нестандартной схемой вознаграждения. Не менее важным является раскрытие информации о механизмах, благодаря которым фирма извлекает прямую выгоду из инвестиционных рекомендаций. Очевидным конфликтом интересов является возврат части платы за услуги, взимаемой некоторыми классами паевых инвестиционных фондов с инвесторов. Члены и кандидаты должны обеспечить раскрытие информации о таких отношениях со стороны своей компании с тем, чтобы клиенты могли в полной мере понять стоимость своих инвестиций и выгоды, получаемые работодателем инвестиционного менеджера.

Конфликты, охватывающие несколько департаментов

Существуют и иные обстоятельства, которые могут способствовать реальным или потенциальным конфликтам интересов. Например, инвестиционного аналитика на стороне продаж, работающего на брокера/дилера, члены его собственной фирмы, а также и сами корпоративные эмитенты, могут подталкивать к написанию аналитических отчетов о конкретных компаниях. Аналитик со стороны покупателя,

вероятно, столкнется с аналогичными конфликтами, поскольку банки осуществляют свои полномочия по андеррайтингу и операциям с ценными бумагами. Отдел маркетинга может попросить аналитика порекомендовать акции определенной компании для активизации коммерческой деятельности со стороны этой компании.

Потенциальная возможность конфликта интересов существует также с брокерскими ограниченными партнерствами, созданными для инвестирования венчурного капитала. Ожидается, что члены и кандидаты будут не только отслеживать эмиссии ценных бумаг этих партнерств, как только они будут размещены на рынке, но и продвигать их на вторичном рынке после публичного размещения. Члены, кандидаты и их фирмы должны предпринимать усилия к тому, чтобы разрешать ситуации, представляющие потенциальный конфликт интересов, или раскрывать информацию о них в соответствии с принципами, изложенными в Стандарте VI(A).

Конфликты, связанные с владением акциями

Наиболее распространенным конфликтом, требующим раскрытия в соответствии со Стандартом VI(A), является владение членом или кандидатом акциями компаний, которые он или она рекомендует своим клиентам или которыми клиенты владеют. Очевидно, что самый простой способ предотвращения конфликта — запретить владение такими ценными бумагами, но такой подход является слишком обременительным и дискриминационным по отношению к членам и кандидатам.

Поэтому члены и кандидаты с продающей стороны должны раскрывать информацию о любой существенной доле бенефициарного участия в рекомендуемых ими ценных бумагах или иных инвестициях. Члены и кандидаты с покупающей стороны должны раскрывать информацию о своей процедуре отчета о личных торгах. Конфликты, возникающие в результате личных торгов, более подробно рассматриваются в методологических принципах к Стандарту VI(B).

Конфликты интересов, связанные с работой директора

Работа в совете директоров создает три основных конфликта интересов. Во-первых, может существовать конфликт между обязательствами перед клиентами и обязательствами перед акционерами компании. Во-вторых, работники, вовлеченные в инвестиционную деятельность и занимающие должность директора, могут получать ценные бумаги или опционы на покупку ценных бумаг компании в качестве компенсации за работу в совете директоров, из-за чего могут возникнуть сомнения в торговых операциях, в результате которых может вырасти стоимость этих ценных бумаг. В-третьих, участие в работе совета директоров создает возможность для получения существенной непубличной информации, касающейся компании. Даже если информация является конфиденциальной, может сложиться впечатление, что информация, недоступная для широких кругов, передается в компанию директора, которая может быть брокерской компанией, инвестиционным консультантом или организацией иного типа. Если члены или кандидаты, предоставляющие инвестиционные услуги, помимо этого выступают в качестве директоров, они должны быть изолированы от лиц, принимающих инвестиционные решения с помощью запрета контактов или аналогичных ограничений.

Рекомендации по исполнению обязанностей

Члены или кандидаты должны сообщать работодателю о специальных механизмах компенсации, которые могут противоречить интересам клиента, например, о бонусах, основанных на краткосрочных критериях оценки работы, комиссионных, поощрительных выплатах, вознаграждении за результаты работы или реферальном вознаграждении. Если фирма, принадлежащая члену или кандидату, не допускает такого раскрытия информации, то члену или кандидату следует документально оформить свое заявление и рассмотреть вопрос об отказе от участия в данной деятельности.

Фирмам, принадлежащим членам и кандидатам, рекомендуется включать информацию о компенсационных пакетах в свои рекламные материалы. Если член или кандидат управляет портфелем ценных бумаг, вознаграждение за который основано на приросте капитала или повышении стоимости капитала (вознаграждение за результаты деятельности), то клиенты должны быть об этом проинформированы. Если у члена, кандидата или компании, принадлежащей члену или кандидату, есть нереализованный агентский опцион на покупку акций в рамках компенсационного пакета за работу в области корпоративного финансирования, то размер и дата истечения срока действия таких опционов должны быть указаны в примечании к любому аналитическому отчету, публикуемому фирмой члена или кандидата.

Практическое применение стандарта

Пример 1 (Конфликт интересов и деловые отношения)

Хантер Вайс — аналитик-исследователь в брокерской и инвестиционно-банковской компании “Farmington”. На протяжении 20 лет отдел слияний и поглощений компании “Farmington” представлял интересы конгломерата “Vimco” во всех его сделках на приобретение. Периодически сотрудники компании “Farmington” входят в состав советов директоров различных дочерних предприятий “Vimco”. Вайс составляет по компании “Vimco” аналитический отчет.

Комментарий: Вайс должен раскрыть в своем аналитическом отчете особые отношения, существующие между компаниями “Фармингтон” и “Vimco”. В аналитических отчетах должна раскрываться информация об участии в IPO в качестве брокеров/дилеров. Поскольку положение андеррайтера компании подразумевает особые отношения в прошлом и потенциальные будущие отношения с компанией, которая является объектом инвестиционного консультирования, это подрывает независимое и объективное отношение составителя отчета и должно быть раскрыто.

Пример 2 (Конфликт интересов и владение акциями)

Инвестиционная управляющая компания “Dover & Roe” продает долю в размере 25% в своем партнерстве многонациональному банковскому холдингу “First of New York”. Сразу же после продажи Маргарет Хоббс, президент компании “Dover & Roe”, меняет свою рекомендацию относительно непривилегированных акций “First of New York” с “продать” на “купить” и включает коммерческую бумагу “First of New York” в одобренный “Dover & Roe” перечень ценных бумаг для покупки.

Комментарий: Хоббс должна сообщить о новых отношениях с “First of New York” всем клиентам “Dover & Roe”. Портфельные менеджеры компании также должны уведомлять клиентов об этом при предоставлении конкретных инвестиционных рекомендаций или совершении инвестиционных действий в отношении ценных бумаг “First of New York”.

Пример 3 (Конфликт интересов и личное владение акциями)

Карл Фаргмон, аналитик-исследователь, который отслеживает ситуацию с фирмами, производящими офисную технику, в течение какого-то времени рекомендовал покупку ценных бумаг “Kincaid Printing” из-за новой инновационной линейки копировальных аппаратов этой компании. После его первоначального отчета о компании, жена Фаргмона получила в наследство от своего дальнего родственника 3 млн долларов США в акциях компании “Кинкейд”. Фаргмону было предложено написать доклад о последующих действиях в отношении “Кинкейд”.

Комментарий: Фаргмон должен сообщить своему работодателю о том, что его жена владеет акциями компании “Кинкейд”, а также включить эту информацию в свой последующий доклад о компании. Лучшей практикой было бы избежать конфликта интересов, попросив работодателя назначить другого аналитика для подготовки такого отчета.

Пример 4 (Конфликт интересов и личное владение акциями)

Бетти Робертс спекулирует грошовыми акциями со своего счета и купила 100 000 акций добывающей компании “Drew Mining, Inc.” по 0,30 доллара США за акцию. Она намерена продать эти акции при малейшем признаке существенного роста цен на них. Неделю спустя ее работодатель попросил ее написать отчет о грошовых акциях в горнодобывающей отрасли со сроком публикации через две недели. Даже если бы Робертс не владела акциями “Drew”, в своем отчете она дала бы рекомендацию на “покупку”. Как только отчет будет опубликован, вероятнее всего, произойдет резкое повышение цены акций до 2 долларов США.

Комментарий: Хотя этот пакет акций может быть несущественным, Робертс должна отразить информацию по нему в отчете, а до написания отчета сообщить об этом своему работодателю, так как прибыль для нее будет существенной, если рынок решительно отреагирует на ее рекомендацию. Тот факт, что она только недавно приобрела акции, усиливает видимость того, что она не совсем объективна.

Пример 5 (Конфликт интересов и компенсационные схемы)

Саманта Снид, портфельный менеджер инвестиционной консалтинговой компании “Thomas Investment Counsel, Inc.”, специализируется на управлении бумагами государственных пенсионных фондов и счетами в рамках пенсионных программ с заранее определенными пенсионными выплатами, все из которых имеют долгосрочные инвестиционные цели. Год назад руководитель компании, в которой работает Снид,

стремясь мотивировать ключевых специалистов по инвестициям и сохранить их для своей компании, внедрил систему премирования, которая поощряет портфельных управляющих на основе квартальных показателей работы, проводя сравнение между коллегами и с определенными базовыми показателями. Стремясь улучшить краткосрочные показатели по счетам, Снид меняет свою инвестиционную стратегию и приобретает для клиентских портфелей несколько акций с высоким бета-коэффициентом. Эти сделки на покупку, очевидно, противоречат инвестиционной декларации клиентов. После их покупки сотрудник корпорации “Griffin Corporation”, одного из клиентов Снид, представленных пенсионными фондами, задает вопрос о том, почему в портфеле “Griffin Corporation” преобладают акции компаний с высоким бета-коэффициентом, которые часто фигурируют в числе наиболее активно торгуемых. При этом в течение года Снид не было дано рекомендаций по смене целей или стратегии.

Комментарий: Снид нарушила Стандарт VI(A), не проинформировав своих клиентов об изменениях, внесенных ее работодателем в порядок компенсационных выплаты, что создало конфликт интересов между тем, как ей начисляется вознаграждение, и инвестиционной декларацией ее клиентов. Фирмы могут оплачивать труд сотрудников на основе показателей их деятельности, но давление со стороны “Thomas Investment Counsel”, оказанное для достижения краткосрочных целей в области эффективности, противоречит задачам, поставленным по счетам под управлением Снид. См. также Стандарт III(C) “Приемлемость”.

Пример 6 (Конфликт интересов, опционы и компенсационные схемы)

“Wayland Securities” работает с небольшими компаниями, проводящими IPO или вторичные размещения. Как правило, это сделки в диапазоне 10–50 млн долларов США, и, как следствие, комиссионное вознаграждение по корпоративным сделкам невелико. Чтобы компенсировать небольшой размер вознаграждения, “Wayland Securities” обычно использует “агентские опционы”, то есть право (реализуемое в течение двух лет) на приобретение не более 10% дополнительной доли участия в текущей оферте. После IPO, проведенного компанией “Wayland” для “Falk Resources, Ltd.”, Дарси Хантер, глава департамента корпоративных финансов “Wayland”, обеспокоена перспективой извлечения выгоды из своего права на приобретение ценных бумаг “Falk Resources”. Ее право на приобретение (“опцион”) истекает через месяц, а акции плохо продаются. Она связывается с Джоном Фитцпатриком из исследовательского отдела “Wayland Securities”, напоминает ему, что он имеет право на 30% такого опциона и что сейчас самое время еще раз дать сообщение о “Falk Resources”. Фитцпатрик соглашается и немедленно публикует благоприятный отчет о компании.

Комментарий: Для того, чтобы Фитцпатрик не нарушил Стандарт VI(A), он должен указать в отчете объем неиспользованных агентских опционов и срок его окончания. Кроме того, поскольку он лично имеет право на некоторые из этих опционов, Фитцпатрик должен раскрыть информацию о размере предусмотренной ему компенсации. При этом он должен проявить добросовестность, чтобы не нарушить свои обязательства по обеспечению независимости и объективности в соответствии со Стандартом I(B).

Пример 7 (Конфликт интересов и компенсационные схемы)

Гари Картер является представителем компании “Bengal International”, действующей в качестве зарегистрированного брокера/дилера. К Картеру обращается промоутер акций компании “Badger”, который предлагает Картеру дополнительное вознаграждение за продажу акций компании “Badger” клиентам Картера. Картер принимает предложение промоутера акций, но не разглашает информацию о такой схеме ни своим клиентам, ни работодателю. Картер продает акции этой компании своим клиентам.

Комментарий: Картер нарушил Стандарт VI(A), не сообщив клиентам о том, что получает дополнительное вознаграждение за рекомендацию и продажу акций компании “Badger”. Поскольку он не сообщил своим клиентам о договоренности с “Badger”, клиенты не могли оценить, повлияла ли эта договоренность на рекомендации Картера о покупке “Badger” или нет. Картер нарушил Стандарт VI(A) также и в том, что не сообщил своему работодателю о денежном вознаграждении, полученном в дополнение к компенсации и льготам, предоставляемым его работодателем. По Стандарту VI(A) Картер обязан раскрыть информацию о договоренности с “Badger” своему работодателю, чтобы его работодатель мог оценить, влияет ли эта договоренность на объективность и лояльность Картера.

Пример 8 (Конфликт интересов и участие в совете директоров)

Кэрол Корки, старший портфельный менеджер “Universal Management”, недавно стала доверительным управляющим “Chelsea Foundation”, крупного некоммерческого фонда в своем родном городе. Компания “Universal” — небольшой инвестиционный менеджер, который обслуживает индивидуальных

инвесторов (в его управлении находятся активы на сумму около 100 млн долларов США). Активы “Chelsea” превышают 2 млрд долларов США. Корки не считает необходимым сообщать “Universal” о своем участии в “Chelsea”.

Комментарий: Не проинформировав “Universal” о своей связи с “Chelsea”, Корки нарушила Стандарт VI(A).

Учитывая большой размер целевого капитала в “Chelsea”, новая роль Корки в качестве доверительного управляющего может отнимать много времени, что может негативно сказаться на исполнении Корки своих обязанностей портфельного менеджера в “Universal”. Кроме того, Корки, будучи доверительным управляющим, может оказаться вовлеченной в принятие инвестиционных решений в “Chelsea”. Таким образом, в соответствии со Стандартом VI(A) Корки обязана обсудить свою роль доверительного управляющего в “Chelsea” с руководителем или менеджером по внутреннему контролю (комплаенсу) в “Universal”, прежде чем принять эту должность, и должна сообщить о степени своего участия в принятии инвестиционных решений в “Chelsea”.

Пример 9 (Конфликт интересов и торговля с личного счета)

Брюс Смит занимается восточноевропейскими фондовыми акциями в “Marlborough Investments”, инвестиционной управляющей компании с сильным присутствием на развивающихся рынках. Находясь в командировке в Россию, Смит понимает, что инвестировать в российские акции напрямую сложно, но существуют расписки с привязкой к акциям, которые воспроизводят показатели базовых российских ценных бумаг и которые можно приобрести в нью-йоркском инвестиционном банке. Полагая, что его фирма не будет заинтересована в такой ценной бумаге, Смит покупает за свой счет расписку, привязанную к акциям российской телекоммуникационной компании, не уведомив об этом “Marlborough”. Месяц спустя Смит решает, что компании следует рассмотреть возможность инвестирования в российские акции в форме расписок, привязанных к акциям. Он готовит справку о состоянии рынка, которая завершается рекомендацией о покупке нескольких расписок. Одна из рекомендуемых им расписок связана с той самой российской телекоммуникационной компанией, с которой связан собственный счет Смита.

Комментарий: Смит нарушил Стандарт VI(A), не сообщив о своей покупке и праве собственности на расписки, привязанные к акциям российской телекоммуникационной компании. В соответствии со Стандартом Смит обязан раскрыть информацию об инвестиционной возможности своему работодателю и ознакомиться с политикой своей компании в отношении торговли с личных счетов, чтобы определить, является ли приобретение расписок за свой счет. Приобретая расписку, Смит, возможно, и не ослабил собственную способность объективно и непредвзято оценивать уместность данного производного финансового инструмента для своей фирмы, но, не раскрыв свое приобретение работодателю, он лишил того возможности решать, не приводит ли это к конфликту интересов для Смита, что может повлиять на его будущие рекомендации. Затем, когда Смит рекомендовал своей фирме приобретение расписок конкретной телекоммуникационной компании, он лишь усугубил свою проблему, не сообщив о том, что у него есть собственные расписки этой компании, что является явным конфликтом интересов.

Пример 10 (Конфликт интересов и просьбы об оказании услуги)

Майкл Папис — руководитель инвестиционного подразделения пенсионного фонда своего штата. Фонд всегда привлекал внешних консультантов для размещения вложений в объекты недвижимости, и эта информация четко отражена во всех сообщениях фонда. Томас Нэгл, признанный аналитик по продажам и однокашник Паписа по бизнес-школе, недавно ушел из инвестиционного банка, в котором он работал, чтобы открыть собственную фирму по управлению активами, “Accessible Real Estate”.

Нэгл пытается сформировать свой портфель активов в управлении и связывается с Паписом, чтобы заручиться частью средств, размещаемых пенсионным фондом. В предыдущие несколько лет эффективность инвестиций в этого пенсионного фонда в недвижимость соответствовала базисным показателям фонда, но не была ничем примечательной. Папис решает помочь своему старому другу, а также повысить доходность по вложениям в недвижимость, переместив их в “Accessible”. Единственное уведомление о смене советника появляется в следующем годовом отчете в перечне ассоциированных советников.

Комментарий: Папис нарушил Стандарт VI(A), не сообщив работодателю о своих личных отношениях с Нэглом. Раскрытие этой истории позволило бы его фирме определить, не повредил ли конфликт интересов независимому суждению Паписа при принятии решения о смене менеджера.

См. также Стандарт IV(C) “Обязанности руководителей”, Стандарт V(A) “Добросовестность и разумное обоснование” и Стандарт V(B) “Коммуникация с текущими и потенциальными клиентами”.

Пример 11 (Конфликт интересов и деловые отношения)

К Бобу Уэйду, доверительному управляющему “Central Midas Bank”, обратились из “Western Funds” с предложением о продвижении их семейства фондов, особенно класса “комиссия за обслуживание”. Чтобы заинтересовать “Central” в продвижении этого класса, “Western Funds” предложили выплачивать банку комиссию за обслуживание в размере 0,25%. Не раскрывая суммы комиссионного вознаграждения, предложенного банку, Уэйд попросил одного из инвестиционных менеджеров проверить семейство фондов “Western Funds”, чтобы определить, подходят ли они для клиентов “Central”. Менеджер провел обычную комплексную экспертизу и определил, что фонды были справедливо оценены на рынке и их структура вознаграждения примерно такая же, как у их конкурентов. Уэйд решил принять предложение “Western Funds” и поручил команде портфельных менеджеров продвигать эти фонды и класс “комиссии за обслуживание” на эксклюзивных условиях клиентам, желающим инвестировать новые средства или перевести их из текущих вложений. Чтобы не влиять на решение инвестиционных менеджеров, Уэйд не раскрыл предложение по размеру комиссионных, и этот доход просто стал поступать непосредственно в банк.

Комментарий: Уэйд нарушает Стандарт VI(A), не раскрывая, какую долю “Central” получает в качестве комиссионного вознаграждения. Хотя, возможно, на решение инвестиционных менеджеров не влияет размер комиссионных, ни у них, ни у клиента нет достаточной информацией о решении Уэйда предлагать на рынке данное семейство фондов и класс инвестиций на эксклюзивных условиях. Компания “Central” может в какой-то момент начать полагаться на этот новый размер комиссионных как на составляющую своей прибыльности и с меньшим желанием предлагать в будущем другие продукты, которые могут повлиять на размер получаемой платы.

См. также Стандарт I(B) “Независимость и объективность”.

Пример 12 (Раскрытие работодателю конфликта интересов)

Йегудит Даган — портфельный менеджер банка “Risk Management Bank” (RMB), клиентами которого являются пенсионные программы и корпорации.

“RMB” предлагает своим сотрудникам пенсионный план с установленным размером взносов, в рамках которого имеется 20 крупных диверсифицированных вариантов паевых инвестиционных фондов, включая паевую фонд, находящийся под управлением коллег Даган из “RMB”. Проработав шесть месяцев, Даган получила право на участие в пенсионной программе, и она намерена распределить свои пенсионные активы в рамках шести инвестиционных вариантов, включая фонд под управлением ее коллег из “RMB”. Даган обеспокоена тем, что из-за присоединения к пенсионной программе у нее может существенно увеличиться документооборот (например, раскрытие информации о средствах на ее пенсионных счетах и необходимость предварительного согласования ее операций), особенно в связи с ее инвестициями во внутренний фонд.

Комментарий: Стандарт VI(A) не требует от Дагана раскрытия информации о ее личных или пенсионных инвестициях в крупные диверсифицированные паевые инвестиционные фонды, если этого не требует ее работодатель. По практическим соображениям по стандарту от Даган не требуется предварительного согласования текущих взносов, вычитаемых из заработной платы для инвестирования в пенсионные планы.

Даган должна проверить, нет ли у ее компании специальной политики, направленной на осуществление инвестиций — будь то личных или пенсионных — в фонды, находящиеся под управлением сотрудников компании. В случае инвестирования в такие паевые инвестиционные фонды в компании может быть предусмотрена процедура раскрытия информации, предварительного согласования и ограничения торговли с целью выявления возможных конфликтов до начала проведения торгов.

Стандарт VI(B). Приоритет инвестиционных операций

Инвестиционные операции в интересах клиентов и работодателей должны иметь приоритет над операциями, в проведении которых в конечном счете заинтересованы члены и кандидаты.

Руководство по применению

Основные вопросы:

- *Предотвращение потенциальных конфликтов*
- *Приоритетность торговых сделок для клиентов над сделками в личных интересах*
- *Стандарты, применимые к непубличной информации*
- *Влияние на счета с бенефициарным владением*

Стандарт VI(B) устанавливает обязанность членом и кандидатом по присвоению более высокого приоритета интересам своих клиентов и работодателей по сравнению со своими личными финансовыми интересами. Данный стандарт предназначен для предотвращения любого связанного с заключением сделок в личных интересах потенциального конфликта интересов и для предотвращения даже видимости наличия такого конфликта. Интересы клиента всегда более приоритетны, т.е. клиентские сделки должны превалировать над операциями, совершаемыми членом или кандидатом фирмы в личных интересах.

Предотвращение потенциальных конфликтов

Конфликты между интересами клиента и личными интересами профессионального инвестора возможны. Несмотря на возможность появления таких конфликтов, в сущности нет ничего неэтичного в том, что отдельные менеджеры, консультанты или сотрудники взаимных фондов зарабатывают на личных инвестициях, если только (1) клиент не оказывается в невыгодном положении в результате этих сделок, (2) профессиональный инвестор не получает личной выгоды от сделок, осуществляемых в интересах клиентов, и (3) профессиональный инвестор соблюдает соответствующие нормативные требования.

Иногда возникают ситуации, когда члену или кандидату может потребоваться заключить в личных интересах сделку, которая противоречит текущим рекомендациям или сделкам, осуществляемым для клиентских портфелей. Например, члену или кандидату может потребоваться в какой-то момент продать актив, чтобы внести плату за обучение в колледже или первоначальный взнос за объект недвижимости, исполнить требование по внесению маржи и т.д. Продажа может противоречить долгосрочным рекомендациям, которые член или кандидат в настоящее время предоставляет клиентам. В этих ситуациях в целях соблюдения Стандарта VI(B) к сделке должны применяться те же три критерия, указанные в предыдущем пункте.

Приоритетность торговых сделок для клиентов над сделками в личных интересах

Согласно Стандарту VI(B) сделки для клиентов и работодателей должны иметь приоритет над сделками с ценными бумагами или другими инвестициями, бенефициарным владельцем которых является член или кандидат. Цель этого стандарта — предотвратить негативное влияние личных сделок на интересы клиентов или работодателей. Члены или кандидаты, имеющие одинаковые с клиентами инвестиционные позиции или совместно инвестирующие с ними, не всегда своими действиями порождают конфликт интересов. Некоторые клиенты в определенных инвестиционных ситуациях требуют, чтобы члены или кандидаты имели схожие инвестиционные интересы. Тем не менее личные инвестиционные позиции или сделки членом, кандидатом или их фирм никогда не должны негативно влиять на инвестиции клиентов.

Стандарты, применимые к непубличной информации

Стандарт VI(B) охватывает деятельность членом и кандидатом, которые располагают сведениями о незавершенных сделках в интересах клиентов или работодателей, имеют доступ к непубличной информации во время формирования инвестиционных рекомендаций или осуществляют инвестиционные операции. Членам и кандидатам запрещается передавать непубличную информацию какому-либо лицу, ценные бумаги которого находятся в бенефициарном владении члена или кандидата. Члены и кандидаты не должны передавать эту информацию любым третьим лицам, если непубличная информация может быть признана существенной.

Влияние на счета с бенефициарным владением

Члены или кандидаты могут осуществлять операции по счетам, бенефициарными владельцами которых они являются, но только после того, как их клиенты и работодатели получают возможность заключить

сделки в соответствии с их рекомендациями. К личным сделкам членов и кандидатов относятся операции, осуществляемые для их личных счетов, счетов членов их семьи (к которым относятся супруги, дети и другие ближайшие родственники) и счетов, по отношению к которым член или кандидат имеет прямой или косвенный материальный интерес (например, трастовый или пенсионный счет). Счета членов семьи, являющиеся клиентскими, должны рассматриваться как любые другие клиентские счета фирмы: они не требуют к себе особого отношения и не должны каким-либо образом ущемляться. Однако если счета находятся в бенефициарном владении у членов или кандидатов, то на них могут распространяться требования по предварительной проверке и ведению отчетности, осуществляемые в отношении проводимых для этих счетов сделок.

Рекомендации по соблюдению требований

Политика и процедуры, предназначенные для предотвращения любого связанного с заключением сделок в личных интересах потенциального конфликта интересов и для предотвращения даже видимости наличия такого конфликта, имеют решающее значение при установлении доверия инвесторов к индустрии ценных бумаг. Следовательно, члены и кандидаты должны настоятельно рекомендовать своим фирмам применять в работе данные процедуры и политику. Поскольку инвестиционные фирмы сильно отличаются друг от друга в зависимости от активов под управлением, типов клиентов, количества сотрудников и т. д., то у каждой из них должна быть наиболее соответствующая их типу деятельности политика в отношении операций, проводимых в личных интересах сотрудников.

В таком случае члены и кандидаты должны явным образом раскрывать эту политику существующим и потенциальным клиентам.

Конкретные положения стандартов каждой фирмы будут отличаться, но все фирмы должны принять определенные базовые процедуры для решения конфликтных ситуаций, возникающих в результате личного инвестирования. Эти процедуры включают следующее:

- *Ограниченное участие в IPO (первичное публичное размещение) акционерного капитала:* в некоторых случаях долгожданное IPO приводит к значительному росту стоимости акций вскоре после выхода на открытый рынок. Поскольку новый выпуск акций может быть весьма привлекательным и востребованным, возможность участия в IPO может быть ограничена. Таким образом, приобретение акций через IPO работниками, занимающимися инвестициями, создает конфликт интересов по двум ключевым направлениям.

Во-первых, участие в IPO может создать впечатление ухода у клиентов привлекательной инвестиционной возможности ради получения собственной выгоды, что является явным нарушением требования лояльности по отношению к клиентам.

Во-вторых, приобретение акций в ходе IPO в личных целях может создать видимость того, что возможность инвестирования предоставляется для стимулирования будущих инвестиционных решений в интересах стороны, предоставляющей такую возможность. Члены и кандидаты могут избежать этих конфликтов или рисков их возникновения, не принимая участия в IPO.

Необходимо установить надежные и систематические процедуры проверки для обеспечения того, чтобы конфликты, связанные с первичным размещением акций, выявлялись и надлежащим образом рассматривались руководителями. Члены и кандидаты должны предварительно оценивать последствия своего участия в IPO даже при отсутствии конфликта интересов между действиями члена или кандидата в связи с IPO и интересами клиента. Члены и кандидаты не должны извлекать выгоду из положения своих клиентов на рынке, например, через преференциальную торговлю, размещение ограниченных предложений или перепокупку.

- *Ограничения на закрытое размещение ценных бумаг:* следует установить строгие ограничения для сотрудников, занимающихся инвестициями, приобретающих ценные бумаги путем закрытого размещения, а также установить соответствующие процедуры контроля и проверки для предотвращения несоблюдения этого правила.

Обычно компании не используют процедуру закрытого размещения для клиентов (например, сделки с венчурным капиталом) из-за сопутствующего высокого риска. Конфликты, связанные с закрытым размещением, более значимы для членов и кандидатов, которые управляют большими пулами активов или выступают в качестве спонсоров пенсионных фондов: им могут быть предложены дополнительные возможности, например, закрытые размещения, в качестве вознаграждения или стимула к дальнейшему ведению бизнеса с конкретным брокером. Участие в закрытом размещении создает конфликт интересов аналогичный проблемам, связанным с IPO. Сотрудники, занимающиеся инвестициями, не должны участвовать в сделках, включая (но не ограничиваясь) закрытые размещения, которые могут быть расценены как одолжение или подарок, посредством которых может

быть оказано влияние на будущие решения или которые могут быть расценены как вознаграждение за совершенные сделки.

Независимо от того, окажется ли венчурное предприятие в конечном итоге прибыльным или убыточным, у менеджеров возникает прямой конфликт в связи с возможностью закрытого размещения. В том случае, если инвестиции осуществляются путем публичного размещения, у участников закрытого размещения появляется стимул рекомендовать такие инвестиции клиентам независимо от того, насколько они подходят этим клиентам, т.к. такое действие повышает ценность личных портфелей участников.

- *Установить периоды приостановки/ограничения операций:* сотрудники, занимающиеся инвестициями, участвующие в процессе принятия инвестиционных решений, должны установить периоды приостановки операций до начала торговых сделок для клиентов, чтобы менеджеры не могли воспользоваться своими знаниями о деятельности клиентов для заключения опережающей сделки (исполнение сделки по личному счету прежде исполнения сделки по счету клиента).

Каждая фирма сама решает, от кого из ее сотрудников требуется соблюдение торговых ограничений. Как минимум, под правило об ограничении операций на один и тот же определенный период попадают все лица, участвующие в процессе принятия инвестиционных решений. Каждая фирма должна определить конкретные требования, относящиеся к периодам приостановки/ограничения операций, которые ей в наибольшей степени подходят, обеспечивая при этом, что процедуры соответствуют руководящим принципам, изложенным в Кодексе и Стандартах. Размер фирмы и тип приобретаемых ценных бумаг также являются важными факторами. Например, в крупной фирме требование приостановки операций является, по сути, полным запретом на торговлю, потому что компания постоянно торгует большинством типов ценных бумаг. В небольшой фирме период приостановки операций, скорее всего, помешает инвестиционному менеджеру осуществить опережающую сделку (исполнение сделки по личному счету прежде исполнения сделки по счету клиента).

- *Требования к отчетности:* руководители должны установить процедуры отчетности для сотрудников, занимающихся инвестициями, включая раскрытие информации о личных капиталовложениях/бенефициарном праве собственности, подтверждение торговых сделок для фирмы и сотрудника, а также процедуры предварительной оценки. Как только торговые ограничения сформулированы, они должны быть введены в действие. Лучший метод мониторинга и обеспечения соблюдения процедур для устранения конфликтов интересов в личной торговле — соблюдение требований к отчетности, которые включают следующее:
 - *Раскрытие информации о капиталовложениях,* в которых у работника имеется бенефициарное владение. Раскрытие фирме информации работниками, занимающимися инвестициями, должно быть сделано после начала трудовых отношений с фирмой и затем, как минимум, ежегодно. В целях защиты личных данных в отношении раскрытия информации о личных капиталовложениях фирма должна придерживаться правил конфиденциальности.
 - *Предоставление дубликатов подтверждений сделок.* Сотрудники, занимающиеся инвестициями, должны дать указание своим брокерам предоставлять фирмам дубликаты или подтверждения всех личных сделок с ценными бумагами и копии периодических отчетов по всем операциям с ценными бумагами. Требование о дублировании подтверждения имеет две цели: (1) наличие такого требования говорит о существовании независимой проверки, что уменьшает вероятность неэтичного поведения; и (2) позволяет проверять учет потока личных инвестиций, которые не могут быть выявлены лишь при взгляде на текущие вложения.
 - *Процедуры предварительной оценки.* Сотрудники, занимающиеся инвестициями, должны изучить все запланированные личные торговые сделки, чтобы выявить возможные конфликты до исполнения этих сделок. Процедуры предварительной оценки предназначены для выявления возможных конфликтов до возникновения проблемы.
 - *Раскрытие политики:* по запросу инвесторов члены и кандидаты должны полностью раскрывать им политику своей фирмы в отношении личного инвестирования. Информация о личном инвестировании сотрудников и об имеющейся в этом отношении политике будет способствовать атмосфере широкой и полной открытости и уменьшать законные опасения общества по поводу конфликтов интересов, возникающих в результате личных торговых сделок сотрудников, занимающихся инвестированием. Раскрытие должно содержать полезную информацию для инвесторов, а не быть просто набором шаблонных формулировок, вроде “сотрудники, занимающиеся инвестициями, должны действовать в рамках политики и процедур в отношении их личных торговых сделок”.

Примеры практического применения стандарта

Пример 1 (Торговые операции в собственных интересах)

Аналитик-исследователь Марлон Лонг не рекомендует покупку обыкновенных акций для счета работодателя, поскольку собирается приобрести эту ценную бумагу для себя и не намерен ждать, пока рекомендация будет одобрена и акции будут выкуплены его работодателем.

Комментарий: Лонг нарушил Стандарт VI(B), воспользовавшись своей осведомленностью о стоимости акций прежде, чем дать возможность его работодателю использовать эту информацию.

Пример 2 (Торговые операции для члена семьи)

Кэрол Бейкер, портфельный менеджер агрессивно растущего взаимного фонда, ведет счет своего мужа в нескольких брокерских фирмах, через которые фонд и ряд других индивидуальных клиентов Бейкер осуществляет значительную часть операций. Как только на рынке появляется ценная бумага, пользующаяся повышенным спросом (“горячая”), она поручает брокерам купить ее для счета своего мужа. Поскольку таких выпусков, как правило, мало, Бейкер часто приобретает ценные бумаги в “горячих” выпусках, лишая своих клиентов возможности участвовать в таких торгах.

Комментарий: Во избежание нарушения Стандарта VI(B) Бейкер должна сначала приобрести акции для своего взаимного фонда и только потом приобрести их для счета своего мужа, даже если при этом она может упустить возможность приобрести новые выпуски для мужа. Кроме того, она должна раскрывать работодателю информацию о торговле по счетам своего мужа, поскольку эта деятельность создает конфликт между ее личными интересами и интересами работодателя.

Пример 3 (Семейные счета “на равных”)

Эрин Тоффлер, портфельный менеджер “Esposito Investments”, управляет пенсионным счетом, открытым в фирме ее родителями. Всякий раз, когда происходит IPO, она сначала распределяет акции по своим клиентам, для которых такие инвестиции являются подходящими; только после этого она размещает оставшуюся часть на счете родителей, если выпуск соответствует их потребностям. Она следует этой процедуре, чтобы избежать обвинения в фаворитизме в отношении своих родителей.

Комментарий: Тоффлер нарушила Стандарт VI(B), рассматривая счет родителей в ином порядке, нежели другие счета, только лишь по причине наличия родственных связей. Как клиенты, оплачивающие комиссионное вознаграждение “Esposito Investments”, родители Тоффлер имеют право на такое же отношение, как и любой другой клиент фирмы. Однако, если Тоффлер имеет бенефициарную долю владения в счете, а в “Esposito Investments” существуют требования о предварительной оценке операций и отчетности о личных транзакциях, в таком случае ей придется согласовывать торговые сделки и предоставлять отчетность “Esposito” о транзакциях.

Пример 4 (Личные торговые операции и раскрытие информации)

Гэри Майклз — молодой специалист, занимающий низкооплачиваемую должность, работая и с исследовательским отделом, и с отделом управления инвестициями в активной фирме по управлению инвестициями. Всего лишь после года работы в этой фирме он покупает спортивный автомобиль и начинает носить дорогую одежду. Директор отдела управления инвестициями, который отвечает за мониторинг личных сделок с ценными бумагами всех сотрудников, проводит расследование и выясняет, что Майклз получил значительную инвестиционную прибыль, купив акции непосредственно перед тем, как они были включены в рекомендуемый фирмой список “для покупки”. Майклз регулярно получал для заполнения ежеквартальную форму личных сделок сотрудника, но отказывался ее заполнять.

Комментарий: Майклз нарушил Стандарт VI(B), проводя личные сделки раньше сделок клиентов. Кроме того, его руководитель нарушил Стандарт IV(C) “Обязанности руководителя”, разрешив Майклз продолжать выполнять возложенные на него обязанности без заполнения и сдачи ежеквартальной формы личных сделок сотрудника. Следует отметить и то, что, если бы Майклз передал информацию о рекомендациях фирмы какому-либо лицу, которое торгует этой ценной бумагой, это действие было бы расценено как незаконное присвоение информации и нарушение Стандарта II(A) “Существенная непубличная информация”.

Пример 5 (Осуществление торговых операций до распространения информационных отчетов)

Страховой аналитик брокерской компании Дениз Уилсон делает закрытый телеотчет для филиалов своей фирмы по всей стране. Во время телетрансляции она негативно отзываясь о крупной страховой компании. На следующий день отчет Уилсон печатается и распространяется среди службы продаж и всего

круга клиентов. В отчете дается рекомендация краткосрочным трейдерам и посредническим инвесторам продавать акции этой страховой компании в целях получения прибыли. Однако через семь минут после телетрансляции Элли Райли, глава отдела трейдинга фирмы, закрыла по этим акциям длинную позицию колл. Вскоре после этого Райли открыла по ней позицию пут значительного размера. На вопрос, зачем она это сделала, Райли заявила, что она приняла меры для облегчения ожидаемых продаж ценных бумаг институциональными клиентами.

Комментарий: Райли не дала клиентам возможности покупать или продавать опционы до того, как это сделала сама фирма. Предприняв действия до того, как отчет был распространен, фирма Райли, возможно, сбивала цену колл-опционов и поднимала цену пут-опционов. Фирма могла бы избежать конфликта интересов, если бы воздержалась от торговли со своего счета до того момента, пока у клиентов не появилась возможность получить и ознакомиться с рекомендациями Уилсон. Таким образом, действия Райли нарушили Стандарт VI(B).

Стандарт VI(C). Вознаграждение за рекомендации

Члены и кандидаты обязаны предоставлять работодателям, клиентам и потенциальным клиентам информацию о выгодах, суммах оплаты или вознаграждениях, выплачиваемых или получаемых третьими лицами за рекомендации в отношении продуктов или услуг.

Руководство по применению

Стандарт VI(C) устанавливает ответственность членов и кандидатов за информирование своего работодателя, существующих и потенциальных клиентов о любой выгоде, полученной за направление покупателей и клиентов. Такое раскрытие информации позволяет клиентам или работодателям оценить (1) степень пристрастности к какой-либо из рекомендуемых услуг и (2) полную стоимость услуг. Члены и кандидаты должны раскрывать информацию о том, когда они сами оплачивают услуги или предоставляют компенсацию другим лицам, которые рекомендовали им потенциальных клиентов.

Надлежащее раскрытие информации означает, что члены и кандидаты должны информировать существующих или потенциальных клиентов о любой выгоде, предоставляемой или получаемой за рекомендацию любых услуг, оказываемых членами или кандидатами, до заключения официального соглашения об оказании услуг. Кроме того, члены и кандидаты должны раскрывать характер вознаграждения или выгоды — например, фиксированную плату или процент, одноразовую или постоянную премию, привязанную к показателям деятельности, выгоду в форме предоставления исследования или иного вознаграждения в неденежной форме — с расчетом стоимости этого вознаграждения в долларах. Вознаграждение включает в себя все виды гонораров, выплаченные деньгами, так называемыми “мягкими долларами”, или в натуральной форме.

Рекомендуемые процедуры комплаенса

Члены и кандидаты должны убеждать своих работодателей разработать процедуры, связанные с реферальным вознаграждением. Фирма может полностью ограничить такие вознаграждения. Если фирма не установила строгого запрета на такие вознаграждения, то в процедурах должны быть указаны соответствующие шаги для запроса на их одобрение.

Работодатели должны требовать от специалистов по инвестициям, чтобы они уведомляли клиентов об одобренных программах реферального вознаграждения и предоставляли работодателю регулярные (по крайней мере, ежеквартальные) отчеты об обновлениях в части размера и характера полученной компенсации.

Примеры практического применения стандарта

Пример 1 (Раскрытие реферальных соглашений и сведений о внешних сторонах)

“Brady Securities, Inc.”, брокер/дилер, заключил реферальное соглашение с “Lewis Brothers, Ltd.”, фирмой, оказывающей консультационные услуги в сфере инвестиций. В рамках соглашения “Brady Securities” направляет все потенциальные освобожденные от налогов счета, включая пенсионные, долевого участия в прибыли и целевых фондов, в “Lewis Brothers”.

В свою очередь “Lewis Brothers” предоставляет в распоряжение “Brady Securities” на регулярной основе рекомендации по ценным бумагам и отчеты исследовательского отдела, которые зарегистрированные представители “Brady Securities” используют при обслуживании клиентов. Кроме того, “Lewis Brothers” готовит ежемесячные обзоры экономической и рыночной ситуации для работников “Brady Securities” и передает все посреднические операции по акциям, возникшие по реферальным счетам, в “Brady Securities”.

Уиллард Уайт, партнер “Lewis Brothers”, подсчитал, что дополнительные издержки, связанные с функционированием в качестве исследовательского отдела “Brady Securities”, составляют 20 000 USD в год.

Клиенты, направленные от “Brady Securities”, в прошлом году принесли “Lewis Brothers” комиссионный доход в размере 200 000 USD, а передача всех торговых операций с акциями в “Brady Securities” привело к дополнительным издержкам для клиентов “Lewis Brothers” в размере 10 000 USD.

Диана Бранч, финансовый директор “Maxwell Inc.”, связывается с Уайт и сообщает, что ищет инвестиционного менеджера для работы с программой долевого участия в прибыли “Maxwell Inc.”. Она добавляет: “Мой друг Гарольд Хилл из “Brady Securities” безоговорочно рекомендовал мне вашу фирму, и его отзыва для меня достаточно. Можем ли мы заключить сделку?” Уайт заводит новый клиентский счет, но не раскрывает реферальное соглашение своей фирмы с “Brady Securities”.

Комментарий: Уайт нарушил Стандарт VI(C), не проинформировав потенциального клиента о реферальном вознаграждении, выплачиваемом услугами и комиссиями в течение неопределенного периода времени в пользу “Brady Securities”. Раскрытие этой информации могло бы побудить Бранч пересмотреть рекомендацию Хилла и более критически оценить услуги “Lewis Brothers, Ltd”.

Пример 2 (Раскрытие информации о соглашениях о рекомендации между департаментами)

Джеймс Хэндли работает в отделе трастовых операций банка “Central Trust Bank”. Он получает вознаграждение за каждого реферального клиента, которого он направляет в брокерский отдел “Central Trust” и отдел управления личными финансами, если такая рекомендация заканчивается сделкой. Он направляет нескольких своих клиентов в отдел управления личными финансами, но не сообщает своим клиентам о договоренности, существующей между разными отделами в “Central Trust Bank”.

Комментарий: Хэндли нарушил Стандарт VI(C), не сообщив своим клиентам о существовании реферального механизма в “Central Trust Bank”. Стандарт VI(C) не проводит различия между реферальными платежами, осуществляемыми третьей стороной за направление клиентов к этой третьей стороне, и внутренними платежами, уплачиваемыми внутри фирмы для привлечения нового бизнеса в дочернюю компанию. Члены и кандидаты должны раскрывать всю информацию о таких реферальных платежах. Следовательно, вместе с рекомендацией Хэндли обязан сообщать о любом соглашении о комиссии, существующем между отделами “Central Trust Bank”. При раскрытии информации необходимо сообщать о характере и стоимости выгоды, и такое раскрытие должно быть сделано в письменной форме.

Пример 3 (Раскрытие информации о реферальных соглашениях и информирование работодателя)

Кэтрин Робертс является портфельным менеджером “Katama Investments”, консалтинговой фирмы, специализирующейся на управлении активами для состоятельных клиентов. Отдел торговых операций “Katama” использует различные брокерские дома для совершения сделок от имени своих клиентов. Робертс просит отдел торговых операций направить большую часть своих операций в “Naushon, Inc.”, небольшую компанию-брокер / дилер, управляемую одним из сокурсников Робертс по бизнес-школе.

Трейдера “Katama” обнаружили, что “Naushon” не очень конкурентоспособен в ценообразовании и, хотя “Naushon” проводит ряд исследований для своих клиентов, занимающихся торговыми операциями, другие аналитики “Katama” выяснили, что большинство исследований “Naushon” не приносят практической пользы. Тем не менее трейдеры делают все согласно рекомендации Робертс, и в обмен на получение значительной части бизнеса “Katama” “Naushon” рекомендует инвестиционные услуги Робертс и “Katama” своим самым состоятельным клиентам. Эта договоренность не раскрывается ни “Katama”, ни клиентам, рекомендованным компанией “Naushon”.

Комментарий: Робертс нарушает Стандарт VI(C), не сообщая своему работодателю о реферальном соглашении.

Пример 4 (Раскрытие информации о реферальных соглашениях и сторонние организации)

Алекс Берл – портфельный менеджер в “Helpful Investments”, местной инвестиционной консалтинговой фирме. Берл входит в консультативный совет школы своего ребенка, которая рассматривает различные способы сбора средств на покупку нового оборудования для детской площадки. Берл обсуждает план со своим руководителем и выражает готовность пожертвовать школе часть своего гонорара за обслуживание новых клиентов, которые обратятся к нему по рекомендации родителей других детей в школе. После получения одобрения от компании “Helpful”, Берл представляет идею консультативному совету и директорам школы. Школа соглашается объявить программу на следующем мероприятии для родителей и просит Берла предоставить соответствующие печатные материалы для распространения. Через неделю после распространения листовок к Берлу обращается первый клиент, связанный со школой. При составлении инвестиционной декларации клиента Берл четко озвучивает, что рекомендация пришла со стороны школы и что имеются планы по перераспределению средств в форме пожертвования в пользу школы.

Комментарий: Берл не нарушил Стандарт VI(C), потому что он получил разрешение своего работодателя, “Helpful Investments”, и школы до начала программы и потому что обсудил договоренность с клиентом во время составления его инвестиционной декларации.

Пример 5 (Раскрытие информации о реферальных соглашениях и сторонние контрагенты)

Инвестиционная компания, занимающаяся пенсиями государственных служащих, хочет нанять фирму для управления размещением средств пенсионной программы на развивающемся рынке. Для получения помощи в этом процессе инвестиционная компания наняла Томаса Эрроу в качестве консультанта для

анализа предложений от различных консультантов. Эрроу заключает контракт с инвестиционной компанией на представление ее интересов в процессе выбора наиболее подходящего нового менеджера.

Процесс проходит гладко, и в качестве нового менеджера выбирают компанию "Overseas Investments".

На следующий год до компании доходит информация о том, что местный регулирующий орган начал расследование в отношении Эрроу в связи с подозрением в получении откатов от инвестиционных менеджеров после размещения через них новых пенсионных средств. "Overseas Investments" включена в список фирм, которые якобы осуществляют такие платежи. Хотя инвестиционная компания довольна результатами работы "Overseas Investments", с того момента как эта компания стала управлять средствами пенсионной программы, размещенными на развивающихся рынках, она все же решает провести независимый анализ предложений и процесс отбора, чтобы убедиться, что "Overseas Investments" действительно удовлетворяла потребностям фирмы. Это проверка подтверждает, что, хотя Эрроу получил платежи от обеих сторон, рекомендация "Overseas" казалась объективной и уместной.

Комментарий: Эрроу нарушил Стандарт VI(C), потому что он не сообщил о вознаграждении, получаемом от "Overseas". Скрытие этой информации заставляет усомниться в объективности рекомендации Эрроу, данной по компании "Overseas"; помимо этого возникает вопрос о правомерности требования оплаты с фирм за то, чтобы их рассматривали для размещения капитала.

Регулирующие и государственные органы могут принимать требования, касающиеся допустимых действий со стороны консультантов. По местным правилам от консультантов иногда требуется регистрация в Совете по этике регулирующего органа. Политика регулирующих органов может предусматривать запрет на получение платежей от инвестиционных менеджеров, получающих право на размещение средств, и требование регулярной отчетности об отчислениях, сделанных в пользу политических организаций и кандидатов. Эрроу должен был бы придерживаться этих требований, а также Кодекса и данных Стандартов.

ТИПОВОЙ КОДЕКС ЭТИКИ



IOSCO - IOSCO

ОТЧЕТ КОНСУЛЬТАТИВНОГО КОМИТЕТА САМОРЕГУЛИРУЕМЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ (SRO) МЕЖДУНАРОДНОЙ ОРГАНИЗАЦИИ КОМИССИЙ ПО ЦЕННЫМ БУМАГАМ

Предисловие и история вопроса

Члены Консультативного комитета саморегулируемых организаций¹ Международной организации комиссий по ценным бумагам² (SROCC) возлагают большие надежды на Кодекс этики (далее — Кодекс этики). Цель Кодекса этики согласно данному документу заключается в представлении коллективных предложений со стороны саморегулируемых организаций, входящих в состав SROCC. С помощью данного документа SROCC намерен предоставить схему для улучшения этического поведения и руководство для отрасли финансовых услуг³ по всем тем аспектам, которые не могут быть покрыты четко сформулированным набором правил⁴. В связи с этим SROCC поддерживает разработку Кодекса этики компаниями, предоставляющими финансовые услуги, который будет регулировать добросовестное поведение профессионалов в этой области.

Кодекс этики должен представлять собой динамичный документ, который будет способствовать постоянному развитию этической культуры и предоставлять руководство, особенно в тех аспектах, где отсутствуют четко сформулированные правила. Это позволит сохранить отрасль финансовых услуг настолько безупречной, насколько это возможно. Во исполнение этой задачи SROCC поддерживает соблюдение полного набора продуманных правил; саморегулирование, комплаенс и самоконтроль, а также наличие этической культуры, которая должна настолько укорениться, что каждый человек, занятый в сфере предоставления финансовых услуг, имел бы четкое представление (даже в тех областях, которые не затронуты правилами) о том, какие действия являются правильными.

Этическое поведение имеет основополагающее значение для успеха отрасли финансовых услуг, и специалисты в этой области обязаны всегда придерживаться самых высоких этических стандартов. Инвесторы ожидают и требуют от специалистов, оказывающих финансовые услуги, соблюдения строгих этических стандартов во всех аспектах своей деятельности, а от занятых в этой сфере компаний — согласования своих деловых практик с нормами этического поведения. Таким образом, члены SROCC поддерживают разработку компаниями, предоставляющими финансовые услуги, типового Кодекса этики, который подтверждает значимость этического поведения и предоставляет руководство для профессионалов из сферы финансовых услуг в рассмотрении и решении проблем, связанных с этикой.

Кодекс этики несет в себе многие преимущества. Во-первых, это будет заявлением о том, что саморегулируемые организации едины в своем коллективном мнении: участники отрасли финансовых услуг должны соблюдать высокие требования стандартов коммерческой чести и принципы справедливой и равноправной торговли. Во-вторых, это подтвердит коллективное признание членами отрасли финансовых услуг их ответственности. В-третьих, Кодекс этики будет служить напоминанием о том, что этическое поведение является нормой. В-четвертых, Кодекс этики представляет собой руководство по решению различных этических проблем. В-пятых, Кодекс этики будет служить образовательным пособием, на которое будут ссылаться при обсуждениях на профессиональных и образовательных мероприятиях. Наконец, Кодекс этики будет служить всем напоминанием о том, что специалисты, предоставляющие финансовые услуги, не будут терпеть снисходительного отношения к недобросовестному поведению⁵.

В типовой Кодекс этики войдут: основополагающие этические принципы; модели решения этических дилемм; обучение этическим нормам профессионалов, занятых в сфере финансовых услуг.

¹ Членами Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO) являются агентства по регулированию рынка ценных бумаг со всего мира. На сегодняшний день IOSCO объединяет 183 членов, и эта цифра стремительно растет. Члены организации регулируют более 90% мировых рынков ценных бумаг, а IOSCO представляет собой важный международный форум для сотрудничества агентств по регулированию рынка ценных бумаг.

² Саморегулируемые организации (SRO), которые являются аффилированными членами Организации, состоят в членстве в SROCC.

³ Для целей настоящего документа SROCC намерен использовать термин «отрасль финансовых услуг» применительно к тем субъектам, деятельность которых регулируется различными организациями — членами SROCC.

⁴ Это не означает, что некоторые саморегулируемые организации не имеют своих правил и положений, которые устанавливают нормы этического поведения. Например, некоторые саморегулируемые организации располагают правилами, которые запрещают регулируемым юридическим и физическим лицам участвовать в определенных неэтичных практиках и обязывают их соблюдать требования стандартов коммерческого поведения и принципы справедливой и равноправной торговли. Кодекс этики не отменяет соблюдение действующих правил и положений.

⁵ Центр изучения этики и профессий Иллинойского технологического института. Кодекс этики в режиме онлайн. Введение. Доступно на <<http://www.iit.edu/departments/csep/codes/Introduction.html>> (последнее посещение: 14 февраля 2005 года).

I. ОСНОВОПОЛАГАЮЩИЕ ЭТИЧЕСКИЕ ПРИНЦИПЫ

SROCC рекомендует компаниям, занятым в отрасли финансовых услуг, принять следующие этические принципы⁶:

- порядочность и правдивость;
- верность своему слову;
- лояльность: управление конфликтами интересов и их полное раскрытие;
- справедливость по отношению к клиенту;
- недопущение причинения вреда клиенту и профессии;
- сохранение конфиденциальности.

Порядочность и правдивость подчеркивает всю значимость доверия, что является необходимым элементом для установления деловых отношений. Доверие зависит от уверенности в порядочности и правдивости других сторон в любых отношениях. Порядочность — это честность и приверженность ценностям и принципам, несмотря на издержки и последствия. Порядочность также требует прямоты и искренности, которые не должны быть подчинены личной выгоде и получению преимуществ. Порядочность не может сосуществовать с обманом и вторичностью принципов⁷.

Верность своему слову включает способность держать свое слово независимо от того, обусловлено ли это юридическими обязательствами или нет. Это является своего рода ключом к этическому поведению конкретного лица или ведению бизнеса.

Лояльность: управление конфликтами интересов и их полное раскрытие. Этот принцип распространяется на любое поведение, которое может поставить под угрозу лояльное отношение к компании и (или) клиентам. Хотя некоторые конфликты оказываются неизбежными, по мере возможности их следует избегать или, по крайней мере, грамотно разрешать. Например (хотя этого может быть и недостаточно для разрешения конфликта), компании, как минимум, должны обеспечивать полное, справедливое, точное, своевременное и понятное раскрытие информации.

Справедливость требует беспристрастности, объективности и честности.

Недопущение причинения вреда означает не допускать поведения, которое ставит под угрозу доверие инвестора.

Соблюдение конфиденциальности относится к развитию личных доверительных отношений с клиентами и сотрудниками путем защиты информации, доверенной клиентами профессионалам финансового рынка. Профессионал должен воздерживаться от использования конфиденциальной информации или намерения использовать такую информацию в неэтичных, недобросовестных или незаконных целях. Информация, которую сотрудники получают от своего работодателя, не будет использоваться сотрудником ни лично, ни через конкурента.

II. МОДЕЛИ ДЛЯ РЕШЕНИЯ ЭТИЧЕСКИХ ДИЛЕММ

Для рассмотрения этических дилемм можно использовать несколько моделей. При наличии этической дилеммы такие модели служат руководством для принятия этического решения.

A. Сжатая модель разрешения этических споров⁸

- 1) *Это законно?* При ответе на этот вопрос менеджер должен изучить применяемое право внутри компании и за ее пределами. Законы будут толковаться в широком смысле: как таковые они будут включать не только правила и положения государственных органов, но и требования к саморегулируемым организациям и биржам, а также лучшие отраслевые практики (среди прочего). Если нарушение становится очевидным, анализ может остановиться на этом.
- 2) *Это сбалансировано?* Вопрос о балансе включает в себя принцип справедливости.
- 3) *Что я ощущаю от этого?* Данный вопрос побуждает менеджера индивидуализировать решение и изучить его физическое воздействие (например, потерю ли я сон из-за этого вопроса?).

⁶ David P. Twomey et al., *Anderson's Business Law & the Regulatory Environment Principles & Cases*. Стр. 40—43 (14-е издание, 2001 год). Перечислены и описаны шесть основополагающих этических принципов.

⁷ Ассоциация финансового планирования. *Кодекс этики*. Доступно по адресу: <<http://www.fpanet.org/member/about/principles/Ethics.cfm>> (последнее посещение: 15 февраля 2005 года).

⁸ Kenneth Blanchard and Norman Vincent Peale, *The Power of Ethical Management* (1986).

В. Этический контрольный список для принятия трудных решений⁹

- 1) Какие имеются факты?
- 2) Какие вопросы являются ключевыми?
- 3) Кто является заинтересованными сторонами (стейкхолдерами)?
- 4) Какие существуют альтернативы?
- 5) Каковы этические последствия каждой альтернативы? При выборе ответа на этот вопрос относительно этических последствий принимающий решение должен спросить себя:
 - а) Это законно?
 - б) Как бы это выглядело при всеобщем обозрении?
 - в) Каковы последствия?
 - г) Нарушает ли это важные ценности?
 - д) Нарушает ли это золотое правило (моральный принцип: относись к людям так, как хочешь, чтобы они относились к тебе)?
 - е) Это справедливо?
 - ж) Был ли сам процесс справедливым?
- 6) Наконец, принимающий решение должен задаться вопросом, имеются ли другие правильные альтернативные решения.

С. Рекомендации по анализу запланированного действия¹⁰

- 1) Определите проблему с точки зрения принимающего решение.
- 2) Определите, кто может пострадать в результате запланированного действия.
- 3) Определите проблему с противоположной точки зрения.
- 4) Задайтесь вопросом: готовы ли вы (как принимающее решение лицо) рассказать о запланированных шагах членам своей семьи, своим инвесторам, своему начальнику, главному исполнительному директору и совету директоров.
- 5) Задайтесь вопросом, готовы ли вы выступить на собрании инвесторов или на другом общественном форуме с описанием действия.
- 6) Примите решение о необходимости принятия запланированных действий с учетом всех фактов и альтернатив.

Д. Постановка целей и прогнозирование результатов¹¹

- 1) Сформулируйте проблему.
- 2) Выберите цели или задачи для решения проблемы.
- 3) Определите факты и другие контекстуальные факторы в ситуации. Контекстуальные факторы включают:
 - а) Идентификацию заинтересованных сторон (стейкхолдеров).
 - б) Изучение требований и ожиданий заинтересованных сторон.
 - в) Выяснение того, какие ресурсы имеются в распоряжении лиц, принимающих решения, для удовлетворения заинтересованных сторон и являются ли такие ресурсы доступными для лиц, принимающих решения.
 - г) Применение соответствующей институциональной схемы (является ли этот вопрос предметом для рассмотрения внутри компании или он выходит за ее рамки и включает, к примеру, аспекты позитивного права?).
 - д) Изучение обычной практики урегулирования таких вопросов.
 - е) Выявление основных социальных трендов, которые могут повлиять на проблему.
- 4) Спроектируйте вероятные результаты для каждого варианта действий и выберите тот, который соответствует позитивному праву, а также имеет наибольшую вероятность достижения цели с наименьшим негативным воздействием на заинтересованные стороны, обеспечивая при этом максимальную выгоду.

Заключительным тестом для решения этических вопросов является “газетный тест”¹². В соответствии с этим тестом при анализе любого действия, имеющего этические последствия, организация или физическое лицо задается вопросом, хочет ли она или оно, чтобы о действии или решении, описанном репортером, на первой странице местной газеты, прочитали сотрудники, члены семьи, друзья и клиенты. Даже если

⁹ Jeffrey F. Beatty & Susan S. Samuelson, *Business Law for a New Century* 212 (2-е издание, 2001 год).

¹⁰ David P. Twomey et al., *Anderson's Business Law & the Regulatory Environment Principles & Cases*. Стр. 40–43 (14-е издание, 2001 год).

¹¹ Bruce D. Fisher & Michael J. Phillips, *The Legal, Ethical, and Regulatory Environment of Business*. Стр. 4–5 (8-е издание, 2004 год).

¹² Janet Love, *Warren Buffet Speaks: Wit and Wisdom from the World's Greatest Investor* (Wiley, 1997).

это какое-либо действие не признается незаконным, организации и отдельные лица не должны вести себя таким образом, который сообщество, включая инвесторов, сочло бы неуместным.

III. ОБУЧЕНИЕ ЭТИКЕ

Важно, чтобы Кодекс этики был нечто большим, чем просто заявления. Должна быть создана надежная программа по обучению этике. Необходимо понимать специфику Кодекса этики и соблюдать его положения. Каждая организация должна взять на себя обязательство по созданию строго непрерывной образовательной программы, призванной укрепить обязательства, принципы и устремления, изложенные в Кодексе этики. Эта образовательная программа будет характеризоваться строгим и вдумчивым обсуждением Кодекса этики. В конечном итоге в данной программе будет представлен строгий набор правил, принципов и руководящих указаний, которые устанавливают приемлемое поведение и указывают, как наказываются нарушители высоких стандартов коммерческой чести и принципов справедливой и равноправной торговли. Каждая компания по предоставлению финансовых услуг будет иметь возможность адаптировать образовательную программу к своей операционной деятельности.

Для разработки эффективной образовательной программы по этике полезно получить реалистичное понимание того, чего могут достичь учебные программы по этике, а также осознать их ограничения. Часто встречающаяся ошибка в обучении этике — рассматривать его как замену “грамотного руководства, наставлений и коучинга на рабочих местах”¹³. Обучение этике не может заменить эффективное руководство. “Основным достижением этического обучения является легитимизация разговора об этике. Возможно, наиболее важным результатом является то, что сотрудники учатся распознавать этическое содержание проблем, которые они решают, и этические последствия принимаемых ими мер. Они также имеют более глубокое понимание проблем и, таким образом, обладают большими возможностями представлять и отстаивать свои позиции с этической, а также прагматической точки зрения”¹⁴.

A. Создание этической культуры

Эксперты подчеркивают, что целью обучения этике должно стать не просто привитие знаний о стандартах или законе, а создание этической культуры, в которой сотрудники руководствуются общим этическим компасом, включающим принципы, лежащие в основе стандартов и закона¹⁵. Организация располагает несколькими вариантами для установки такого компаса, однако наиболее эффективным представляется “культурный подход, основанный на ценностях”. Такой подход направлен на то, чтобы мотивировать сотрудников стремиться соблюдать нормы этического поведения, побуждать их подвергать сомнению решения должностных лиц, если остро строит вопрос об этике, и привлекать их к ответственности за нарушения этических норм. Кроме этого, такой основанный на ценностях подход требует полной самоотдачи руководства на всех уровнях, включая постоянное внимание к таким ключевым вопросам, как справедливое отношение к сотрудникам; вознаграждение за этическое поведение; забота о внешних заинтересованных сторонах; и последовательность слов и действий¹⁶. Для того чтобы привить такой основанный на ценностях культурный подход к этике, организация должна¹⁷:

Располагать основными принципами. А именно функцией этики или комплаенса и четко сформулированными стандартами профессиональной этики. Важно отметить, что в данном документе обозначены только наиболее важные элементы, на которых будут выстраиваться другие элементы.

Разработать хорошо известную политику сопровождения программы, которая не только пытается выявить нарушителей, но и следит за этическими вопросами, поднятыми сотрудниками. Это является ключевым моментом, поскольку помогает продемонстрировать, что компания и особенно ее руководство привержены принципам этической культуры.

Признать, что этическое и эффективное руководство создает “этический тон” в компаниях, который чувствуют сотрудники и на который они откликаются. Такое этическое лидерство не должно быть упущено или недооценено, так как сотрудники смотрят на своих руководителей и менеджеров и берут с них пример при выработке собственного этического тона. Таким образом, сотрудники будут относиться

¹³ Центр этических ресурсов, *Overview Training Philosophy*. Доступно по адресу: <http://www.ethics.org/catalog/o_philosophy.html>.

¹⁴ См. сноску 13.

¹⁵ Holly Dolezalek, “Eye on Ethics”, *Training Magazine* Nov. 2003. Доступно по адресу: <http://www.ethics.org/resources/article_detail.cfm?ID=837>.

¹⁶ Linda K. Trevino, et al., *Managing Ethics and Legal Compliance: What Works and What Hurts*, 41 *California Management Review* 131, 140 (1999).

¹⁷ Linda K. Trevino, et al., *Managing Ethics and Legal Compliance: What Works and What Hurts*, 41 *California Management Review* 131, 140–145 (1999).

к этике более серьезно, если они почувствуют, что их руководители и менеджеры обращают внимание на этическое поведение и поощряют соблюдение его норм.

Сделать нормальным восприятие обсуждения этических вопросов в рамках ежедневной активности. Дискуссии по вопросам этики должны быть вплетены в корпоративную культуру, а обсуждение этических проблем — частью нормы.

Внедрить простую систему вознаграждения за этическое поведение, которая демонстрирует одобрение компанией этической культуры и дает дополнительные публичные примеры ориентации компании на этические действия.

Совершенствовать этические стандарты на регулярной основе.

Контролировать проявления озабоченности по вопросам этики со стороны сотрудников и поддерживать связь с ними. Это дает ценное представление о том, как и где будут происходить реальные нарушения этических норм, а также о том, как сотрудники воспринимают этическую культуру в компании.

В. Рекомендации для разработки эффективной обучающей программы по этике

Следующие методы обучения должны не только давать информацию о кодексе поведения, но и повысить уровень уверенности и комфорта сотрудников при принятии бизнес-решений, направленных на устранение этических проблем¹⁸. Принципы, практические модели принятия решений и обучение также должны сопровождаться приверженностью руководства компании этическому принятию решений. С такими грамотно установленными блоками профессионалы финансовых услуг смогут строить и развивать культуру, ориентированную на этическое поведение, которое должно стать одним из самых ценных активов.

- 1) Основной подход к успешному обучению этике¹⁹ должен:
 - а) Помочь сотрудникам понять этические суждения.
 - б) Предоставить сотрудникам ожидания и правила в части этического поведения.
 - в) Обозначить области, которые вызывают наибольшее опасение применительно к отрасли и профессии.
 - г) Помочь сотрудникам понять их собственные этические тенденции.
 - д) Предложить реалистичный и практический взгляд на проблемы в принятии этических решений.
 - е) Практиковать вопросы и ответы на них.
- 2) Стратегия, которая последует за созданием Кодекса этики²⁰, должна:
 - а) Помочь сотрудникам понять Кодекс и его полезность.
 - б) Просмотреть положения Кодекса с акцентом на то, как эти положения могут быть применены к должностным обязанностям.
 - в) Выяснить, какие модели поведения и процессы принятия решений организация хотела бы видеть от своих сотрудников при решении этических проблем.
 - г) Поднять вопросы о двусмысленности или неопределенности применительно к языку, на котором написан Кодекс, и приведенным примерам.
 - д) Применить на практике стандарты, указанные в Кодексе, в отношении типичных этических проблем, с которыми сталкиваются сотрудники.
 - е) Узнать, чего хочет организация от своих сотрудников, когда те:
 - i. сталкиваются с этической неопределенностью
 - ii. являются свидетелями поведения, выходящего за рамки этики; или
 - iii. испытывают давление (на себя или на других), чтобы совершить действия, выходящие за рамки этики.
- 3) Практический совет для разработки комплексной программы этического обучения:²¹
 - а) Начать с ценностей компании и кодекса этического поведения.
 - б) Привлечь руководство и обеспечить достаточное финансирование.
 - в) Подготовить набор материалов.
 - г) Рассмотреть инновационные стратегии внедрения.

¹⁸ См. сноску 17.

¹⁹ Robert A. Giacalone, Belk College of Business Administration, University of North Carolina Charlotte, *The Six Components of Ethics Training*, доступно по адресу: <<http://www.belkcollege.uncc.edu/ragiactal/components.html>> (последнее посещение: 1 апреля 2004 года).

²⁰ Ethics Resource Center, *What to Do After Your Code of Conduct Is Written*, доступно по адресу: <http://www.ethics.org/resources/article_detail.cfm?ID=840> (последнее посещение: 15 февраля 2005 года).

²¹ Бизнес за социальную ответственность. Ресурсы. *Ethics Training*. Доступно по адресу: <<http://www.bsr.org/BSRResources/IssueBriefDetail.cfm?DocumentID=437>> (последнее посещение: 1 апреля 2004 года).

- д) Определить, когда не использовать технологии.
- е) Подстроиться под операционные нужды компании.
- ж) Интегрировать ключевые этические концепции в учебные курсы.
- з) Сделать учебную программу как глобальной, так и локальной.
- и) Произвести оценку программы.
- к) Рассмотреть возможность использования тематических исследований как внутри, так и за пределами отрасли.
- л) Рассмотреть процесс обучения тренера (каскадный принцип).
- м) Рассмотреть возможность привлечения тренеров со стороны.

И наконец, должен быть создан механизм периодического пересмотра программ Кодекса этики.