

Измененное ИНВЕСТИЦИОННОЕ СОЗНАНИЕ

Продолжаем публикацию материалов конференции НАУФОР «УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ 2016»: КРУГЛЫЙ СТОЛ «ДОВЕРИТЕЛЬНОЕ УПРАВЛЕНИЕ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ»

Новое положение о доверительном управлении: особенности понимания и правоприменения; индивидуальный инвестиционный счет: первый опыт, операционные издержки для управляющих; методические рекомендации по доверительному управлению ценными бумагами; модельный портфель для стандартных стратегий доверительного управления.

Участники: Александр Арефьев (Банк России); Дмитрий Благов (ИГ ТРИНФИКО); Евгений Малыхин (УК «Атон-менеджмент»); Николай Швайковский (УК «Альфа-Капитал»); Олег Янкелев (ООО «УК ФинЭкс Плюс»).

Модератор — Алексей Артамонов (НАУФОР).

Алексей Артамонов. Уважаемые коллеги, у меня замечательная панель по самой интересной, на мой взгляд, теме сегодняшней конференции. Это тема «Индивидуальное доверительное управление». Сегодня мы будем говорить о том, что происходит с индустрией, какие источники роста мы видим, чтобы индустрия индивидуального доверительного управления заняла полагающееся ей место в структуре российского рынка ценных бумаг. Вместе со мной об этом поговорят замечательные спикеры. Это Дмитрий Благов из «Тринфико», Евгений Малыхин из «Атон-менеджмент», Александр Арефьев из Банка

России, Олег Янкелев из «ФинЭкс Плюс» и Николай Швайковский из «Альфа-Капитала».

У нас будет два больших блока вопросов, которые мы хотели бы обсудить. Первое — это все, что связано с бизнесом: новые продукты, новые инвестиционные идеи, как развивается розница, может ли масс-маркет быть стимулом индустрии, который поднимет ее на качественно новый уровень.

Второй блок вопросов — это новое положение о доверительном управлении. Блестящий документ, но у нас по нему остается еще слишком много вопросов.

Мы поговорим о том, как формируется опыт новых регулятивных требований и как будет меняться взаимодействие с клиентами, которых теперь придется риск-профилировать и довольно часто заглядывать им в глаза.

Я бы хотел предложить слово Дмитрию Благову. Дмитрий, расскажите, пожалуйста, какие сейчас основные вызовы перед вами?



Дмитрий Благоев. Приветствую всех участников нашей панели. Если говорить о современном мире и его вызовах, то я должен, наверное, начать с того, что уже было озвучено на предыдущих секциях. На мой взгляд, мир не просто сильно меняется, он становится безграничным и глобальным. Мы уже имеем не отдельно взятый рынок российских ценных бумаг, российских финансовых инструментов. В силу прихода новых технологий, в силу того, что финансовый капитал весьма ликвиден и всегда находит способы перемещаться в те места, где ему более комфортно, интересно и выгодно находиться, на отечественном рынке происходят изменения. В том числе и в сфере

индивидуального доверительного управления институциональным капиталом.

Из основных тенденций, которые я сейчас вижу и к которым мы планомерно готовили нашу компанию, отмечу включение в наши компетенции продуктов глобального рынка. Во многом это позволило нашим клиентам пережить те валютные шоки, которые происходили некоторое время назад. Интерес к российскому финансовому рынку в какой-то степени стал нивелироваться сравнительно с интересом к проектам. Эти проекты могут быть не обязательно в России, они могут быть в любых странах, в любых точках.

Для примера: инвестору интересно владение недвижимостью. Он может выбрать

для реализации этого интереса разные инструментари: либо паи закрытого паевого фонда, либо прямое приобретение объекта, либо девелоперский проект. Еще более доступны и ликвидны такие инструменты, которые представляют собой уже сбалансированные корзины совершенно разных типов недвижимости. Причем она может быть диверсифицирована и по странам, и по типам. Этот безграничный набор комбинаций начинает приходить в нашу жизнь, если мы как управляющая компания хотим оставаться конкурентоспособными в условиях технологически открывающихся границ.

Сегодня здесь говорили, что можно покупать инвестиционные продукты в 12



клик, в семь кликов. Я думаю, пройдет не так много времени, и продукты иностранных компаний тоже можно будет покупать в семь, пять, три клика. Если мы не научимся работать в глобальном пространстве, то проиграем конкуренцию. Поэтому основные изменения на рынке индивидуального доверительного управления должны происходить в первую очередь в нашем сознании.

Мы делаем все возможное, чтобы не отстать и быть чуть-чуть впереди.

Алексей Артамонов. Дмитрий, видите ли вы повышающийся интерес к сегменту индивидуального доверительного управления со стороны клиентов, которые уже не получают по банковским депозитам тех ставок, которые получали в прошлом году?

Дмитрий Благоев. Я бы сказал, что это еще впереди, потому что пока ставки банков по-прежнему весьма высоки.

И если рассматривать сегмент частного капитала, то для меня совершенно очевидно, что сейчас есть большой класс людей, которые могли бы пользоваться продуктами индивидуального доверительного управления, но в силу того, что они занимаются бизнесом или являются топ-менеджерами крупной компании, они принимают на себя риски личного инвестирования и реализуют взвешенные решения. На другом полюсе находится способ размещения частного капитала практически без принятия рисков, и этот сегмент пока редко заходит дальше инвестиций в депозиты (причем депозитов либо вне России, либо валютных). Промежуточная прослойка пока еще мала. Во многом это, конечно, заслуга наших банков, которые предоставляют частному инвестору весьма интересные условия.

Поэтому интерес [о котором вы говорите] пока в стадии формирования. После тех шоков, которые мы испытали за два предшествующих кризиса, в стране осталось не так много частного капитала, который всерьез рассматривает финансовые рынки как способ сбережения, инвестирования, накопления на будущее.

Алексей Артамонов. Евгений, я бы хотел попросить вас рассказать, как меняется (если меняется) ваша модель бизнеса. Какие продукты вы развиваете. Я знаю, что ваш холдинг — один из активных и в рознице, и очень хорошо реализует инновации, связанные с дигитализацией и доступностью продуктов.

Евгений Малыхин. Добрый день, уважаемые коллеги!

Последние 20 лет я в основном торгую, но иногда от торговли отвлекают встречи с клиентами. И изменения, которые я вижу, — это гораздо лучшее отношение клиентов к риску. У них гораздо меньше завышенных ожиданий, у них сбалансировано отношение к риску. Люди «наелись» высоких ставок в банках со странными именами, результатов собственной торговли. И сейчас наступило прекрасное время, когда люди все попробовали и сами захотели дать деньги в доверительное управление.

Потеряв там и сям, люди накопили опыт, теперь наши услуги становятся востребованными.

Сейчас в отрасли такая ситуация, когда люди занимаются всем подряд плюс еще и управляют активами.

Мы занимаемся управлением благосостоянием богатых частных клиентов. И постоянно ищем возможность консолидировать индустрию, потому что для нас это ключевой прибыльный бизнес. Я как трейдер могу сказать, что как только индустрия начинает консолидироваться, все становится прекрасно.

Олег Янкев. Про консолидацию.

В нашей стране был когда-то один авиаперевозчик — «Аэрофлот». Не уверен, что кому-то это нравилось. И сервис без улыбки не вызывал ни у кого удовольствия. Поэтому не думаю, что консолидация — это решение. Мы видим на рынке крупных эссет-менеджеров, принадлежащих госбанкам. Вряд ли хоть один из них может похвастаться интересными решениями или продуктами. Поэтому я очень рассчитываю, что «Атон» останется «Атоном» и будет делать интересные и качественные продукты.

У меня есть встречный вопрос к коллегам, которые уже рассказали про свой опыт. А с каким вопросом приходят к вам клиенты? Все время поднимается вопрос доходности. По моему мнению, если клиент приходит с вопросом исключительно про доходность, его нужно все-таки перефокусировать на другую задачу. Вряд ли клиенту нужны деньги ради денег. Деньги нужны ради того, чтобы достичь каких-то целей. Когда вы создаете вокруг клиента какой-то фрейм, обсуждаете его цели, тем самым вы уходите от вопроса доходности и можете разговаривать про инвестиции на более длинные сроки и достижение тех целей, которые на самом деле есть у ваших клиентов.

Дмитрий Благоев. В вашем вопросе уже содержался готовый ответ. Мы, например, всегда считали определение инвестиционных задач и целей клиента ключевым фактором начала сотрудничества. Когда приходит человек и начинает рассказывать про доходность, то в большинстве случаев этот диалог ничем не заканчивается, кроме некоего взаимного познания.

Ключевой фактор здесь — определение целей клиента и дальнейшая трансформация этих целей для портфельных управляющих, которые смогут воплотить эти цели и задачи в конкретную стратегию.

Поэтому семь-восемь лет назад, когда у большинства коллег инвестиционная декларация занимала одну-две страницы, у нас она уже занимала 8-12 страниц начиная с инвестиционных целей и горизонтов планирования, и на это накладывался диалог по окончательной идентификации. Поэтому если мы говорим об индивидуальном доверительном управлении, а не о некоем его подобии, оно всегда должно начинаться с выявления целей и задач, с понимания своего клиента, того, что ему действительно нужно. У настоящего квалифицированного клиента далеко не всегда вопрос доходности является самым главным.

Алексей Артамонов. В начале этого года мы проводили опрос участников, рабо-

тающих с розницей, и выделили достаточно интересный момент.

В сегменте индивидуального доверительного управления ближе к private wealth медианный чек имеет размер 8-9 миллионов рублей на счете. Тем не менее появляется новая бизнес-модель, которая, скорее, адресована массовому сегменту. Сейчас это могут быть ИИСы, но не обязательно они. И там средний чек совсем другой: речь идет про 150-180 тысяч рублей. Я бы хотел обратиться к коллегам, которые занимаются именно таким бизнесом, и задать вопрос «где вы видите экономику?» Потому что, вероятно, в вашем случае речь идет именно о стандартизации и максимальном снижении костов.

Я бы хотел начать с Николая Швайковского, а потом передать реплику Олегу.

Николай Швайковский. Коллеги, добрый день. Позвольте рассказать о нашем опыте по индивидуальным инвестициям. Позиционируя себя как универсальную управляющую компанию, мы не могли пройти мимо него. Прошел год с момента появления ИИС. Здесь говорилось, что всего в ИИСы вошло 110 тысяч клиентов, и, если мне не изменяет память, сейчас на рынке работает порядка 70 провайдеров этого продукта. Наша статистика: примерно пять тысяч клиентов — владельцев инвестиционных счетов со средним чеком около 150 тысяч рублей.

Если говорить о каналах дистрибуции, то мы прошли короткий, но яркий этап прямых продаж и поняли, что это не самый эффективный канал дистрибуции. Понятно, что у нас есть банк-партнер, и агентская схема сейчас в дистрибуции преобладает. Это немного похоже на продажу паев.

Условно, у нас сейчас три стратегии. Это гособлигации, корпоративные облигации и акции. Депозиты в рамках ИИСов мы на данный момент не предлагаем.

Примерно каждый второй ИИС наполняется так: процентов 25-30% — гособлигации, оставшееся — акции. Видно,



что клиенты консервативные. Видно, что они воспринимают открытие ИИСов как альтернативу депозитам, но с налоговой льготой. Большая часть клиентов планирует воспользоваться первой схемой с вычетом на взнос. Поэтому в конце прошлого года был всплеск дозвонений на ИИСы, то есть люди открывали счет на десятки тысяч рублей и в конце года доносили. Нормальная инвестиционная стратегия — сократить дюрацию. С декабря прошлого года у нас появился третий канал — электронная дистрибуция. Я так понимаю, мы сейчас единственная управляющая компания на рынке, которая работает с использованием ЕСИА. Под электронным я подразумеваю два канала — идентификация клиентов с использованием ЕСИА и СМЭВ на официальном сайте нашей компании через интернет-банкинг нашего банка (канал, который показывает довольно приличные результаты). Между нами есть договор о передаче идентификации с использованием изменений в 115-ФЗ. До конца года мы планируем через электронные каналы взаимодействия привлечь до 20% клиентов и будем их наращивать, потому что здесь мы видим сокращение издержек. Издержки, конечно, присутствуют на этапе внедрения, на этапе интеграции информационных систем. Но так как эта система расширяемая, то есть через интернет-банкинг мы можем предлагать весь спектр услуг, то издержки, безусловно, в дальнейшем отбиваются.

Теперь о том, чего не хватает. Сейчас планируется внесение поправок, увеличивающих взносы на ИИСы...

Алексей Артамонов. Поправки пока еще не внесены в Госдуму, но довольно скоро будут внесены. Это не означает, что они будут однозначно приняты.

А вот по поводу стратегии с точки зрения наполнения инвестсчетов. Вы предлагаете какие-то собственные продукты? Потому что иначе там экономики не возникает. Или я не прав? Я имею в виду вот прямо розницу-розницу.

Николай Швайковский. В ИИСах у нас есть те активы, что я перечислил.

Алексей Артамонов. Мы достаточно давно обсуждаем эту тему в НАУФОР и считаем, что управляющим нужно дать возможность в рамках доверительного управления приобретать для клиентов паи их собственных ПИФов, которыми они управляют как УК.

Я хотел задать вопрос Саше. Какие условия должны быть для того, чтобы управляющие могли приобретать собственные паи? Есть ли какие-то прогнозируемые регулятивные требования?

Александр Арефьев. Я сейчас далек от регулирования отрасли коллективных инвестиций, но вопрос заключается в том, что ПИФы — это уже само по себе ДУ. И вопрос в том, что управляющий одно и то же имущество пропускает в себя через два договора. Одно дело, когда речь идет о налоговых вычетах, тогда имеет смысл говорить о том, чтобы распространять на определенные паи тот же налоговый режим, что на ИИСы. А само по себе управление теми же бумагами, которые компания выпустила, выглядит странно. Более того, с точки зрения осуществления прав по бумагам. Если мы исходим из того, что инвестиционный пай — это бумага, которая удостоверяет некие права управляющего, то получается, что управляющий вменяет сам себе какие-то права. Но с точки зрения самой ценной бумаги это тоже немного странный механизм, который требует больших поправок в законодательство. Более того, эти поправки должны быть обоснованы. Если я могу прийти к управляющему и купить у него паи, зачем это нужно делать через заключение договора доверительного управления. Если попробовать объяснить подобную логику, боюсь, что вменяемого объяснения не получится. Поэтому одно дело, когда мы говорим об ИИСах и налоговых вычетах, а разрешать управлять собственными паями мне кажется не очень понятным.

Олег Янкелев. Хочу добавить пару слов к тому, что сказал Саша. Я считаю, что идеологически, если отложить законодательную историю в сторону, включение

собственных паев как раз было бы возможным, но в этом случае управляющие должны, по крайней мере, отказаться от одного из уровней комиссии. Во-первых, отказаться от скидок и надбавок, а во-вторых, не применять комиссию ДУ либо на уровне ИИСа, либо полностью возмещать комиссию ДУ на уровне самого ПИФа. И затем если здесь будут возникать двойные депозитарные комиссии, на уровне спецдепа, ПИФа и потом на уровне депозитария в рамках брокерской лицензии.

Вообще говоря, на уровне бизнеса и клиентов решение нормальное, но оно должно предполагать прозрачность с точки зрения комиссий.

Николай Швайковский. Я поддерживаю опечаленность коллег по поводу того, что паи сейчас фактически пролетают мимо ИИСов, за исключением брокерских схем. И согласен со словами по поводу комиссий.

Если вернуться к ИИСам, то у нас появилась сервисная составляющая в рамках получения налогового вычета. Мы сейчас пробуем партнерские программы по заполнению налоговой декларации, панели декларации. Конечно, было ожидаемо, что со стороны ФМС, особенно региональных, имеет место полное непонимание и неосведомленность по поводу продукта.

Алексей Артамонов. Неправда. В разделе «Вычеты» есть информация.

Николай Швайковский. Если зайти в раздел «Вычеты по ценным бумагам», там будет идти речь о вычетах по прошлым периодам. Там довольно тяжело найти эту информацию. И конечно, никаких схем, примеров — по образцу того, как это сделано в отношении имущественного вычета, социального вычета — там нет. Пару лет назад Банк России обещал, что будет как-то маркировать этот продукт, но пока мы не видим активности.

Мы довольно часто получаем вопросы от клиентов по поводу страхования инвестсчетов (по аналогии со страхованием вкладов), потому что в основном прихо-

дят клиенты-вкладчики. Я так понимаю, что у НАУФОР, в том числе, есть определенные соображения по этому поводу. **Алексей Артамонов.** Я бы хотел обратиться к коллегам справа от меня. Вы подтверждаете, что отсутствие страхования чувствительно для клиентов на этом сегменте рынка?

Дмитрий Благов. Полагаю, что да. Я неоднократно слышал про аналогии с банками, где застрахованным является депозит в объеме до одного миллиона четырехсот тысяч рублей. Даже когда человек слышит слово «счет», у него сразу возникает аналогия со счетом в банке. Клиент говорит, что в банке у него застрахован 1,4 миллиона рублей, поэтому в случае чего он получает эти деньги плюс накопленные проценты.

Поэтому чтобы сделать ИИС более понятными для населения, стимулировать приход в инвестиционные счета, страхование было бы крайне полезным. **Евгений Малыхин.** К сожалению, не могу ответить на этот вопрос. От коллег, которые занимаются продажей индивидуальных инвестиционных счетов, я о такой проблеме не слышал. У нас около пяти тысяч ИИСов, но никогда никто это в качестве проблемы не называл. **Алексей Артамонов.** В НАУФОР совместно с Агентством по страхованию вкладов мы сейчас подготовили концепцию по введению компенсационных механизмов, схожих с теми, что действуют для банков. Сейчас мы обсуждаем ее с правительством и Центральным банком и посмотрим, как дальше пойдет это обсуждение. Потому что и с брокерской стороны, и со стороны доверительного управления мы часто слышим, что клиент уходит, когда узнает, что компенсационные механизмы отсутствуют.

Я хотел бы коротко поговорить о стандартных стратегиях в их регулятивной сути. Но для начала поговорить об их бизнес-суть. Олег, что ты думаешь о стандартных стратегиях по индивидуальному ДУ через призму снижения издержек? Ты один из вдохновителей

НАУФОР по подготовке проекта стандарта по модельному портфелю, который может предлагать управляющий для клиента ИИС в качестве дефолтного.

Расскажи, что ты думаешь на этот счет?

Олег Янкелев. Я бы разделил этот вопрос на два. Стандартные стратегии и портфель, выбираемый по умолчанию.

Стандартный портфель — это способ для управляющего, действующего в российском праве, избежать ответственности. Никаких других целей у данного инструмента, думаю, нет. Мне так кажется с учетом того, что мы не занимаемся активным управлением на этом рынке, а всего-навсего производим кирпичики для этого управления.

Что же касается модельных портфелей (мне больше нравится их называть портфелями по умолчанию), в начале нашей дискуссии Евгений говорил о том, что многие годы он сталкивался с клиентами, которые занимались разрушением своего благосостояния. И хоть дальше было сказано, что теперь такие клиенты не встречаются, но вся статистика (как по российскому рынку, так и по международным) говорит о том, что клиенты не только продолжают заниматься саморазрушением, но и разрушают свой портфель систематически, если у них есть возможности активно управлять.

Причем такое поведение присуще как профессионалам рынка, торгующим на личные счета, так и индивидуальным непрофессиональным клиентам.

Идея, которую мы обсуждали с НАУФОР, — попытаться внедрить в России аналог портфеля по умолчанию, который применяется для 401-К при автоматическом присоединении к пенсионному плану. За идеей портфеля по умолчанию лежит выдающаяся академическая статья экономиста-бихевиориста из Чикаго Тайлера, который в своей работе продемонстрировал, что люди склонны принимать нерациональные решения. Они не диверсифицируются, они покупают те активы, которые им кажутся знакомыми, они покупают так





называемые безопасные активы, которые на самом деле таковыми не являются, они не способны определить свой горизонт инвестирования.

Для такого рода историй государство (либо саморегулируемые организации) могут предложить решение, которое носит название «либертарианский патернализм». Его суть в том, что вы предлагаете клиенту рациональный выбор, который он может отклонить, но при этом должен отдавать себе систематический отчет в том, что он действительно отклоняется от того, что в его случае было бы правильно сделать. Учитывая психологию людей, мы все не склонны отказываться от решений по умолчанию. Уверен, многие из вас подписаны на какие-то рассылки или сервисы, когда подписка происходит по умолчанию. Мы сейчас наблюдаем у брокеров при открытии индивидуальных инвестиционных счетов через удаленную идентификацию, что клиент становится счастливым обладателем четвертого ИИСа и в итоге не имеет возможности получить вычеты ни по одному из счетов.

Так вот, теория и практика демонстрируют, что разработка разумных и рациональных стратегий может существенно улучшать благосостояние инвесторов. И лучший пример применения данной теории — это автоматическое присоединение к пенсионному плану в рамках 401-К в США. Если инвестор не может определиться со структурой своего инвестиционного портфеля, то по умолчанию его портфель формируется в соответствии с портфельной теорией на основе глобальной диверсификации, причем исключаются псевдобезрисковые активы (такие, как депозиты или облигации, включая государственные).

Исторически в России государство не только не пользовалось этим инструментом при проведении своей политики, но, наоборот, демонстрировало невежественный патернализм. Он ярко проявился у нас с пенсионной системой, где решением по умолчанию было неприсоединение к накопительной системе, хотя с точки

зрения рационального выбора все должно было быть ровно наоборот. В этой связи мне кажется, что если такого рода стандарты в отношении портфелей по умолчанию будут инициированы НАУФОР, это будет очень важным шагом для развития рынка коллективных инвестиций в России. При этом, по моему мнению, инвестиционный портфель по умолчанию должен предлагаться не только инвестору, который не способен ответить на опросник, предложенный управляющим, но и вообще независимо от его поведения. Мы знаем, что люди не способны адекватно отвечать на опросники, выявлять свои цели. Поэтому предложение портфеля по умолчанию, по нашему мнению, приведет к тому, что инвесторы будут чаще принимать рациональные решения. В результате инвесторы будут счастливы, а управляющие будут зарабатывать деньги, потому что клиенты будут оставаться с ними долго.

Сейчас мы, по существу, видим ситуацию, когда клиенты разоряются, и управляющие отправляются на поиск новых счастливиц, которые готовы встать на дорогу активного управления. **Алексей Артамонов.** В НАУФОР с сегментом доверительного управления связывают большие надежды. Мы считаем это заменой пенсионным схемам, будущее которых сейчас у нас несколько туманно. Мы думаем, что это может быть стимулом для клиентов, которые пока еще не знакомы с финансовыми услугами за пределами банков. Мы рассчитываем, что это позволит закачать денег в этот сегмент индустрии.

Но я тут получил записку, которую не могу не процитировать. «Извините, но может быть, обсудим новое положение о ДУ, а пофилософствуем в оставшееся время?»

Приношу извинения тем, кому наше философствование надоело, и сразу же обращусь к Александру Арефьеву. Саша, разрабатывая новое положение о ДУ, ты думал о том, что важнее: ожидаемая доходность или риск?

Александр Арефьев. Хочу сразу развеять миф, что я сочинял индивидуально. Это

плод коллективной работы, в том числе и НАУФОР. Идея инвестиционного профиля шла из поправок в закон, которые так и остались на уровне поправок. И сейчас получен плод коллективного творчества в рамках нового положения. Что касается вопроса, что первичней — риск или доходность, то это неправильный вопрос. И риск, и доходность присущи инвестициям одновременно на определенном инвестиционном горизонте. 90% годовых — это явно доходность, обремененная каким-то риском, одного без другого не бывает.

Поэтому в рамках инвестиционного профиля одновременно присутствуют три параметра — риск, доходность и инвестиционный горизонт. На этой базовой теории мы и стали выстраивать те кубики, из которых складывается доверительное управление.

Алексей Артамонов. Когда мы в НАУФОР занимались методическими рекомендациями по составлению инвестиционного профиля, то столкнулись с развилкой. Мы долго ломали голову, у кого инвестиционный профиль — у клиента, у договора, у стандартной стратегии или у всех. И может ли он быть разным?

Александр Арефьев. Инвестиционный профиль — это не вещь в себе. И конечно, правильнее его отнести к договорным условиям, но Центральный банк не обладает полномочиями устанавливать требования к договору. Но вообще все идет из так называемой фидуциарной ответственности управляющего. В гражданском законодательстве это звучит как «управляющий, не проявивший должной заботливости об интересах выгодоприобретателя, отвечает...» и далее по всем фронтам. И соответственно, он не несет ответственность, если докажет, что все произошло по каким-то обстоятельствам непреодолимой силы.

Весь вопрос заключается в том, что такое интерес выгодоприобретателя. Вокруг этой правовой категории и крутится инвестиционный профиль. Прежде чем

управлять активами клиента, управляющий должен понять, в чем его интерес.

Наша панель началась как раз с того, что семь-восемь лет назад управляющего заботило, какие продукты надо продавать клиенту. А сегодня приходится ставить вопрос о том, какими потребностями на сегодняшний день живет клиент. По большому счету инвестиционный профиль — это про то, какие потребности есть у клиента, какой риск он способен нести и на какую доходность в принципе рассчитывает. Я понимаю, что этот вопрос очень сложный, и правоприменение его в законодательстве еще не сложилось, но мы исходили из этих соображений, основываясь на лучших практиках Великобритании, Соединенных Штатов. Понятно, что англосаксонское прецедентное право позволяет то, что не позволяет наше право, тем не менее мы исходили из фидуциарности ответственности управляющего.

Алексей Артамонов. Евгений, вы можете поделиться вашим опытом адаптации к новому положению? Что изменилось в ваших подходах к профилированию клиента? Как вы думаете, насколько будет меняться бизнес в связи с новым положением?

Евгений Малыхин. Очень радостно, что эти изменения происходят. В принципе, мы к ним уже давно пришли.

Действительно, риск — это не абстрактное понятие, это вполне конкретные цифры. И например, если человек не может перенести drop down в 15-20-25%, то сумасшествие продавать ему стратегию, которая инвестирует в акции. В первую очередь, мне кажется, стоит понять, какой риск клиент готов нести, какие размеры drop down. Следует объяснить ему, что финансовые рынки — это, в том числе, явление природы. Мы можем сориентировать на какие-то средние разумные уровни рисков, но в то же время все должны понимать, что в кризисных ситуациях риски могут быть большими. После такого полного подробного объяснения рисков клиент,





может быть, вообще изберет другой инструмент.

Мы делаем такую работу, когда маркетируем любой наш продукт. Нет цели продажи ради продажи, а есть цель, чтобы люди действительно денег заработали. Если человек готов нести риск в 5-10%, то и продукт у него должен быть соответствующий.

Мы по возможности стараемся это объяснять клиентам, постоянно общаемся с финансовыми консультантами и до них это доносим. У нас организовано тестирование финансовых консультантов. И кроме всего прочего, мы проводим среди клиентов исследование удовлетворенности взаимодействием с нами. Очень важно иметь такую обратную связь, потому что не всегда есть возможность повстречаться со всеми клиентами.

Так мы действуем.

Алексей Артамонов. Дмитрий, хочу к вам обратиться с тем же вопросом. Как меняются ваши подходы к риск-профилированию? Может быть, вы еще выскажетесь на тему, как у вас устроено регулярное обновление (и выстроено ли регулярное как-либо) инвестиционного профиля. Как выстроена в течение срока жизни договора связь, которая позволяет менять инвестиционный профиль, или это совершенно ни к чему?

Дмитрий Благов. Я здесь много нового не скажу. Но поскольку мы всегда работали именно в сфере индивидуального доверительного управления (причем здесь ключевое слово — «индивидуальное»), то всегда начинали с определения того, что сейчас стало неким стандартом благодаря положению. Поэтому для меня сейчас это некая техническая процедура и некие стандарты, к которым мы просто переходим, переподписывая с клиентами заключенные ранее договоры. Но существо вопроса от этого не изменилось — мы как определяли, что человеку надо, так и определяем сейчас, просто немножко по-другому, немножко в других стандартах.

Все договоры и условия (так или иначе) носят индивидуальный характер.

Поэтому пересмотр инвестиционного профиля, пересмотр стратегии, условий договора может состояться в любой момент, по любой инициативе, исходящей как от клиента, так и от нас. Это абсолютно гибкие отношения, которые позволяют двум сторонам подстраиваться друг под друга и комфортно сотрудничать. В этом отношении я вряд ли раскрою какие-то секреты. Я думаю, все компании, все инвесторы примерно в таком режиме и должны существовать. Давайте сотрудничать.

Алексей Артамонов. Дмитрий, у меня вопрос про пулирование активов разных учредителей. По новому положению это возможно на правилах общей собственности и при условии, что есть единые правила и принципы формирования портфелей, что не означает идентичности этих портфелей, как мы интерпретировали в НАУФОР. Испытываете ли вы сложности именно с объединением активов или, наоборот, вам сейчас открылось новое?

Дмитрий Благов. Не могу являться экспертом в ответе на этот вопрос. Повторюсь, для нас каждый договор индивидуален. Те договоры доверительного управления, которые у нас есть, никогда не объединяются между собой, активы никогда не пулируются. Это специфика нашей компании. Для нас этого вопроса нет просто по существу.

Алексей Артамонов. Может быть, спросим у коллег. Как у вас дела с пулированием обстоят?

Евгений Малыгин. Когда мы продаем стратегию, мы, конечно, говорим, что это стандартная стратегия. Всем клиентам, которые работают в этой стандартной стратегии, мы покупаем один модельный портфель. С операционной точки зрения [невозможно] индивидуально управлять активами. Если в одной стратегии сидит 50 человек, и у каждого по 200 тысяч долларов, то у них будет один портфель и одни результаты.

Не знаю, почему люди так относятся к ПИФам. Давайте назовем это инди-

видуальным управлением, но мы всегда говорим клиентам, что это будет стандартная стратегия, и для них это плюс, потому что управляющий, который ведет эту стратегию, будет тратить максимум своего времени на то, чтобы люди получили достойный результат.

Николай Швайковский. После введения нового положения мы почувствовали облегчение в том смысле, что убрали многочисленные требования и ограничения 07-37, в том числе по отчетности.

Сложности состоят в трактовке некоторых положений как раз в части инвестиционных профилей.

Александр Арефьев. Вопрос, сколько может быть профилей у клиента. У нас есть свое видение, но нет видения того, что закладывал регулятор. На самом деле, когда писали это положение, исходили из одного инвестиционного профиля. За базу принимались параметры риска, который способен нести клиент. Соответственно, мы определяем тот риск, к которому он толерантен, и большего ему не предлагаем. Когда писали, задумывалось именно это. Поскольку мы писали нормативный акт, применяя то, о чем давно мечтал НАУФОР — регулирование на базе принципов, — то принципы у нас теперь есть. Надо только их толковать (*смех*). Теперь мы понимаем, что если говорим об одном договоре, то проблем с инвестиционным профилем клиента не возникает. У него есть инвестпрофиль, есть определенная толерантность к рискам, и все хорошо. Давайте посмотрим, что будет, если у него будет два договора. Если говорить об инвестиционных целях, то они по одному договору одни, по другому договору — другие. Соответственно с одним инвестиционным профилем мы попадаем в логическую ловушку. Поэтому были совещания, и не только в рабочих группах НАУФОР, но и внутри Центрального банка.

Следующий вопрос — неплохо было бы объединиться. В общем, сошлись на том, что да, допустимо иметь несколько профилей в зависимости от целей,

которые преследует клиент по одному и по другому договору. Соответственно, аппетит к риску может быть разным по разным стратегиям. Есть третий параметр, связанный с аппетитом к риску. Он делится на две составляющих — риск, который я хочу нести, и риск, который я могу нести. Здесь если мы начинаем расходиться по нескольким инвестиционным профилям, то что происходит с риском, который я могу нести? Не получается ли здесь, что клиенту за счет предложения нескольких продуктов в совокупности предлагается тот риск, к которому он в конечном счете уже не толерантен? Вопрос сложный. Мы склоняемся к тому, что все-таки инвестиционных профилей может быть несколько, в зависимости от стратегий договоров. Тем не менее возможно, что в дальнейшем придется подкручивать составляющую, которая говорит, что есть финальный риск, который клиент не может нести. Этот вопрос имеет смысл поднимать. И по итогам дискуссии как-то регулировать практики. Поскольку правоприменительная практика только формируется, мы внимательно будем наблюдать за этим. И сверять часы. Если практика будет позитивной, наверно, не будем ничего менять.

Именно на такую работу рассчитывали и мы, и саморегулируемые организации. Мы будем вырабатывать лучшую практику и ориентироваться на нее.

Алексей Артамонов. Пока лучшая практика еще не сформировалась, не могу ты прокомментировать, как смотрит регулятор на стандартные инвестиционные профили и на возможность в рамках одного договора и одних отношений с клиентом иметь несколько стандартных стратегий с разным инвестиционным профилем, которые могут включать и те стратегии, к которым клиент не толерантен, но нетто-позиция должна клиента устроить.

Александр Арефьев. Насчет нетто-позиции не знаю. Насколько может клиент

понять, какая у него нетто-позиция при сложении?

Алексей Артамонов. Клиент затем и обратился к профессиональному управляющему, чтобы за него решили, как все это сложить.

Александр Арефьев. Но при этом у него есть свое понимание и свой интерес, который управляющий должен просчитать. Если говорить о стандартной стратегии, этот феномен появился уже на этапе завершения разработки положения о доверительном управлении. Изначально это не закладывалось в положение никак. Исходили из того, что массовая общая стратегия — это ПИФы, а индивидуальный подход — это доверительное управление, где управляющий работает с каждым клиентом индивидуально и предлагает ему конкретный продукт. Опять же смотрели на зарубежный опыт.

Но появился один маленький нюанс. Во-первых, появился ИИС и, соответственно, розница. Понятно, что предлагать каждому индивидуальный подход — это очень дорого. Мы поняли, что управление теперь будет не индивидуальное, а еще и розничное, и начали выходить из этой ситуации. Таким образом появилась стандартная стратегия. В которой, по большому счету, индивидуально определяется не профиль по каждому клиенту, а профиль стратегии (то есть на какой риск и доходность она ориентирована). Этот профиль раскрывается клиенту, а клиент с ним либо соглашается, либо нет.

Соответственно, по стандартным стратегиям работают другие правила. Поскольку описывать стандартные стратегии нам было достаточно сложно, и что бы мы ни описали, это всегда будет идти вразрез с какой-нибудь практикой. Поэтому приняли стандартное английское решение — соблюдай и объясняй. Это делается за счет раскрытия информации по средней доходности по стандартной стратегии. Если клиент, заказав стандартную стратегию, понимает, что у

него доходность сильно отклоняется от средней, то у него, естественно, возникают вопросы к управляющему. Поэтому стандартизация стратегий будет тем ближе к базовому риску и доходности, чем меньше хочет управляющий лишних разговоров с клиентом.

Таким образом, на наш взгляд, достигается тот самый баланс, при котором стратегия будет действительно стандартизована.

Алексей Артамонов. У меня в голове как-то не укладывается. С одной стороны, мы вводим правила определения инвестиционного профиля в рамках фидуциарных отношений учредителя управления и управляющего. С другой стороны, мы делаем что-то очень похожее на то, что в Европе называется target market, то есть заставляем продавца повесить какой-то ярлык на продаваемую им стратегию или продукт. И то, и то называется инвестиционным профилем. Это несколько необычно. Я думаю, что нам всем надо к этому привыкать и привыкать.

Александр Арефьев. Здесь вопрос, скорее, терминологический. Мы просто не хотели перегружать документы и вводить дополнительную сущность. Есть инвестиционный профиль, то есть то, к чему толерантен клиент. И есть доходность на каком-то горизонте. По большому счету, это три параметра, которые присущи стратегии. Я сначала определяю профиль клиента — его аппетит к риску, таргетированную доходность на определенном горизонте. После этого начинаю подбирать ему активы, которые соответствуют его модели, продукту, который он хотел бы получить.

Здесь же наоборот — собирается продукт, его показывают клиенту, и тот говорит «да» или «нет». То есть все то же самое, только наоборот. И если эти три параметра называть разными словами, это вызвало бы много правовых вопросов.

Алексей Артамонов. А так ни одного вопроса не возникло. *(Сдержанный смех.)*

Я хотел бы предложить выступающим воспользоваться шансом. Может быть, у вас, как и у меня, есть вопросы к Александру. Хотел бы начать с господина Першина, который написал записку.

Реплика из зала. Вы знаете, что договоры, являющиеся производными инструментами, мы можем заключать в отношении нескольких клиентов. На бирже сейчас это делать можно, потому что биржа ведет персональный учет, и поручения я должен подавать по каждому клиенту отдельно. Вопрос, что можно сделать, чтобы можно было регистрировать нескольких клиентов, не присваивая индивидуальный код каждому отдельному счету?

Алексей Артамонов. Мы спросим у биржи.

Реплика из зала. Второй вопрос. Пункт 1.11. Если риск клиента стал превышать допустимый, в этом случае управляющий обязан привести риск в соответствие с его инвестиционным профилем. Мы знаем, что риск-менеджмент — это стохастический подход, не детерминистский. Есть такое понятие — «толстые хвосты». Вот мы получили эти хвосты, а управляющий должен привести их в соответствие с инвестиционным профилем клиента. Что это значит?

Александр Арефьев. Можно все-таки целиком главу прочитать?

Реплика из зала. «В случае если риск клиента стал превышать допустимый в инвестиционном профиле клиента и договором доверительного управления, и договором предусмотрено ограничение на ... действия управляющего, которые необходимы для снижения риска, управляющий уведомляет об этом клиента не позднее дня, следующего за днем выявления такого превышения, и в порядке, согласованном с клиентом. В этом случае по письменному требованию клиента управляющий обязан привести управление ценными бумагами и денежными средствами этого клиента в соответствие с его инвестиционным профилем».

Александр Арефьев. Это писалось исходя из того, что существует так называемое пассивное управление. Я как управляющий в пассивном управлении завязан на следование определенному курсу. Если я от него отклонюсь, то нарушу договор и буду возмещать убытки. Но при этом еще есть правило в Гражданском кодексе, которое говорит, что если я нарушил интересы инвестора, то тоже заплачу убытки. Управляющий, не проявив должной заботливости об интересах выгодоприобретателя, знает, что рынок уже движется против клиента, и будет вынужден возместить ему убытки. Если, с одной стороны, вы будете зажаты договором, а с другой стороны, у вас ответственность по закону, то это вилка, которую вам ставим опять же не мы, не регулятор, а законодательство. Во-первых, хочу сказать, что риск в каждом моменте является разным. Понятно, что за счет тяжелых хвостов яотреагирую несвоевременно, все равно сначала сработает то, что находится за пределами доверительного интервала, но потом риск пересчитается. Это совсем другая история, но тем не менее. Если я вижу, что в данном случае клиент может потерять больше, чем рассчитывал, то в этом случае его нужно уведомить, что его инвестиции на данном этапе находятся в опасной зоне. Если вы получите инструкции от клиента поменять договор, тогда вы обезопасите себя. Вам не нужно нести ответственность за то, что вы не озаботились благосостоянием клиента.

Олег Янкелев. Фактически управляющему нужно проверять гипотезу о том, что фактическая рыночная волатильность отклонилась достаточно далеко от той, которую мы называли...

Александр Арефьев. Мы исходим из того, что и соблюдаем договор, и находимся в зоне пруденциальной ответственности одновременно.

Алексей Артамонов. На этом закончим. Спасибо большое. □