

Следование ведут знатоки

В НАУФОР прошел круглый стол, посвященный регулированию сервисов автоследования в брокерских компаниях

Обсуждение частично строилось на итогах предыдущего мероприятия, посвященного той же теме. Как выяснилось, брокерское сообщество видит для себя три направления развития сервиса автоследования. Основной темой разговора стал вариант следования за стратегией по брокерскому счету.

Участники от Банка России: Валерий Лях (директор Департамента противодействия недобросовестным практикам); Елена Ненахова (замруководителя Службы по защите прав потребителей и обеспечению доступности финансовых услуг Банка России); Кирилл Пронин (замдиректора Департамента рынка ценных бумаг и товарного рынка); Ольга Шишляникова (первый замдиректора Департамента рынка ценных бумаг и товарного рынка).

Представители брокерских компаний: Алексей Богданов (Финам); Андрей Зайцев (Церих кэпитал); Алексей Кирков (Открытие брокер); Лада Кобкина (Сбербанк); Руслан Марусенко (Фридом Финанс); Дмитрий Панченко (БКС); Андрей Салащенко (Открытие брокер);

Владимир Твардовский (Финам); Олег Филатов (ITI Capital); Денис Филиппов (Газпромбанк); Константин Шульга (Сбербанк), Олег Янкелев (FinEx).

Модератор: Екатерина Андреева (НАУФОР)

Екатерина Андреева. Добрый день, коллеги. Сегодня мы проводим вторую встречу по поводу регулирования сервисов автоследования для физических лиц в брокерских компаниях. По итогам этой встречи, как и в прошлый раз, мы сделаем письменные материалы, опубликуем его на нашем сайте и в журнале «Вестник НАУФОР».

По итогам первого «круглого стола» мы провели индивидуальные обсуждения с participa-

ми рынка и поняли, что брокерское сообщество видит для себя три направления развития сервисов, по которым в принципе можно двигаться. Первое — это следование за авторами стратегий — физическими лицами на брокерских счетах. Второе — это некое следование за модельным портфелем, которое составляется на основании рекомендаций компании, research компании. У меня с трудом язык поворачивается назвать это автоследованием, мы сегодня это обсудим. И третий вариант, самый непопулярный, о котором, скорее, говорят, как о теоретическом варианте, но мало желаемом для брокерских компаний — это вариант «черной коробки».

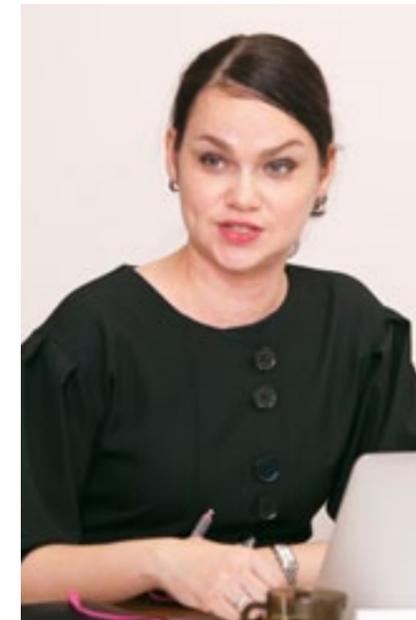
Банк России на прошлой нашей встрече достаточно понятно донес свою позицию о том, что генерация сигнала извне не снимает полностью ответственность с брокера, и рынок также не видит больших преимуществ в том, чтобы предлагать такие продукты.

На сегодня основной темой для обсуждения нам представляется именно вариант следования на брокерских счетах за авторами стратегий — физическими лицами. Мы предлагаем исходить из того, что данный тип автоследования не является ни финансовым консультированием, ни доверительным управлением. Также мы предлагаем обсудить возможность включения в ассоциированные члены СРО авторов стратегий, которые на данный момент не являются лицензируемыми участниками рынка.

Но сначала предлагаю послушать рынок. Первым, наверное, выскажется Олег Янкелев. **Олег Янкелев.** Спасибо, что позволили поучаствовать. По нашему мнению, те меры, которые в настоящее время предложены НАУФОР в разосланных перед встречей материалах, носят исключительно технический характер и вряд ли способны привести к трансформации сервиса. При этом на втором плане остается собственно природа данной услуги.

Компании, которые предлагают клиенту подписку на инвестиционные сигналы (независимо от того, как сигналы формируются), обязаны во всем мире соответствовать требованиям, предъявляемым к доверительным управляющим. Должны нести весь объем фидуциарной ответственности перед клиентами и соответствовать регуляторным требованиям, предъявляемым к управляющим. В обычных условиях провайдеры таких услуг обязаны раскрывать как клиентам, так и регуляторам не только историческую динамику тех или иных инвестиционных стратегий, но и отклонение индивидуальных портфелей клиентов от перформанса мастера стратегии.

Ничего подобного в России в настоящее время нет. Те сервисы, которые сейчас существуют, де-факто существуют в регуляторном вакууме. Они существуют либо под брокерскими лицензиями, либо вообще без каких-либо лицензий. Провайдеры услуг не раскрывают инвесторам всего





необходимого объема информации. Имеет место регуляторный арбитраж. Это ведет к тому, что существующие сервисы используют достаточно часто недобросовестные практики в части продвижения своих услуг.

Мы считаем, что сохранение автоследования в том виде, в котором есть, будет приводить к слабым финансовым результатам клиентов, а также приведет к существенным потерям для индустрии управления активами. Клиенты, столкнувшись с некачественной услугой в рамках автоследования, перенесут свой негативный опыт и на индустрию доверительного управления.

Мы считаем, что доверительные управляющие (многие из них обладают брокерскими лицензиями), будут переводить свои инвестиционные решения под брокерскую модель. Это позволит им избегать требований 482-П и свободно рекламировать свои услуги.

Мы согласны с подходом НАУФОР, что ситуацию можно урегулировать с помощью стандартов. Но при этом мы считаем, что должны быть введены требования для брокеров, аналогичные требованиям, предъявляемым управляющим компаниям. То есть, де-факто при оказании услуг автоследования на них должны распространяться нормы 482-П, ну, и соответствующий стандарт доверительного управления.

Должны быть введены дополнительные требования в части раскрытия информации, а также требования по отчетности. У брокеров должна быть, как минимум, субсидиарная ответственность в отношении тех сигналов и стратегий автоследования, которые они предлагают.

Мы считаем, что практика автоследования в том виде, в котором она существует в настоящее время, может оказать негативное влияние на всю индустрию управления активами. Мы

считаем, что до тех пор, пока дополнительное регулирование нет, должен быть введен мораторий на привлечение новых клиентов в рамках автоследования.

Существующие клиенты — уже жертвы (в каком-то смысле) той ситуации, которая сложилась на рынке. Но в отношении новых клиентов до появления нормального регулирования должны быть введены ограничения.

И плюс еще одно замечание, относительно обсуждения, которое здесь ведется. Мне кажется, не совсем правильно, что оно ведется без привлечения доверительных управляющих. Мне кажется, позиция доверительных управляющих существенно отличается от позиции брокеров в этом вопросе. **Екатерина Андреева.** Давайте я сразу прокомментирую. Олег является представителем единственной управляющей компании, которая захотела высказаться на встрече сегодня. Протоколы наших предыдущих обсуждений мы намеренно раскрывали публично и неоднократно обсуждали этот вопрос на конференциях НАУФОР, где присутствовали сотрудники и брокерских, и управляющих компаний. Мы открыто обсуждаем эти вопросы.

Второе — не во всем мире автоследование является доверительным управлением. Например, в Японии автоследование рассматривается как деятельность инвестиционных советников. То, что говорит Олег Янкелев про раскрытие информации, риски и отклонение в доходности клиента от доходности автора, НАУФОР как раз подробно описал в наших предложениях.

Константин Шульга. Олег, перегибы есть в любой отрасли: как в брокерской отрасли, так и в отрасли доверительного управления. И я считаю, что люди, которые за этим столом сидят, недобросовестными практиками не занимаются. Это, во-первых,

Во-вторых, все те минусы, которые ты перечислил, прекрасно закрываются теми мерами, которые мы обсудили на прошлой нашей встрече. И которые были описаны в записке, подготовленной НАУФОР. Раскрытие информации — это именно то, благодаря чему мы сможем избежать применения недобросовестных практик, чтобы клиент, который получает этот сервис, мог получать его с высоким уровнем качества как на брокерской платформе, так и на платформе доверительного управления.

Если ты выступаешь за монополизацию рынка, мне кажется, это не очень правильно. Правильно, когда существует возможность построения этого сервиса как на брокерской платформе, так и на платформе ДУ.

Лада Кобкина. В докладе ЦБ по обсуждаемой теме есть понятие гибридных услуг. Главное, чтобы в договорах с клиентами были явно прописаны все условия.

Дополнительно, вот здесь присутствует Владимир Твардовский, он тоже представитель УК, так что представители управляющих компаний есть на встрече. В рамках другой СРО также обсуждается автоследование, мы долго дискутировали и пришли к выводу, что автоследование может быть как на брокерских счетах, так и в рамках ДУ.

Олег Янкелев. У меня нет принципиальных возражений в части того, чтобы услуга могла оказываться под брокерскими лицензиями. Я за то, чтобы раскрытие информации было инструментом защиты не брокера, а инструментом защиты инвестора.

К вопросу про Японию и инвестиционных советников. Вы же прекрасно знаете, что у любых инвестиционных советников есть те же самые фидуциарные обязательства, какие есть у доверительных управляющих в России. Суть регулирования в Японии очень близка к тому, что мы привыкли ви-

деть здесь, в России, для доверительных управляющих. **Алексей Богданов.** Сервис автоследования, который я представляю, как раз показывает результаты, где жертв-то практически нет. Довольных клиентов на порядок больше, чем в любом паевом фонде. Статистика — вещь неумолимая. Представители компании «Финам» не так давно приходили в «Финам» и хотели, чтобы их продукты входили в состав нашего сервиса автоследования. Я, в принципе, не против, и я рассказал, какие должны быть условия, чтобы это все произошло. Это, опять же, касается раскрытия информации, предоставления достоверной информации конечному пользователю.

Если честно, я со многими вашими словами согласен. Да, действительно, надо максимально раскрывать информацию. Мы стараемся предоставлять информацию в режиме реального времени, что, в принципе, для других сервисов и услуг в рамках доверительного управления практически невозможно.

Дмитрий Панченко. Меня позвали обсуждать автоследование и договариваться с Центральным банком о мерах, которые мы планируем внедрять. Но пришел представитель управляющей компании и высказал свою позицию, обсуждение ушло не в ту сторону. Мы на прошлых дискуссиях уже проговорили, что автоследование должно и имеет место быть. Теперь давайте обсуждать, как нам еще сильнее защищать клиента.

В моем понимании автоследование — это что такое? Это возможность мне как брокеру помочь клиенту (не секрет, что на фондовый рынок сейчас будут приходиться просто миллионы клиентов без соответствующих финансовых навыков) обосновать возможность выбора из 20-ти различных активных стратегий. Не секрет, что есть клиенты, которые







хотят активностей по своему счету. Автоследование — это возможность дать им разный взгляд на рынок: от десятка, от двух десятков различных экспертов. Еще раз: не от одного-двух управляющих, а от нескольких десятков, в том числе достаточно известных на рынке. Это возможность быстро переключиться с одной стратегии на другую. Рынок в ближайшие годы не будет гарантированно расти. Есть стратегии, которые направлены на рост, на волатильность, есть нейтральные к рынку стратегии. То есть автоследование — это возможность брокера быть лучше для клиентов.

Мораторий и запрет — это вообще любимая мера руководства. Но если мы хотим развивать отрасль, то давайте разрабатывать и план краткосрочных действий, и долгосрочную целевую модель. При этом часть стратегий я готов делать на лицензии ДУ. Но для клиента иногда лучше автоследование в силу того, что оно на брокерских счетах запускается быстрее. Давайте переходить к обсуждению плана наших действий.

Андрей Салащенко. Мне кажется, основная мысль, высказанная Олегом, состоит в том, что лицензия вообще вторична. Причем неважно, какая это лицензия. Ключевой вопрос очень простой — следует или не следует создавать регуляторный арбитраж.

НАУФОР предложила вполне вменяемые вещи. Вопрос действительно заключается в том, что для ДУ, например, многие вещи закреплены законодательно на уровне более высоком, чем если это сделать для брокерской индустрии на уровне стандартов СРО. Я не готов отвечать на вопрос, что более правильно. Но, по крайней мере, это можно обсуждать.

Есть очевидный вопрос: нужно ли наличие аттестата. Я не знаю ответа. Эти вещи можно обсуждать.

В принципе вся дискуссия должна вестись вокруг того, какой регуля-

торный арбитраж мы должны уничтожить, чтобы клиенты брокеров не перебежали к доверительным управляющим.

Екатерина Андреева. А почему они не должны перебежать? У человека разные периоды в жизни бывают. Вот я сижу дома, торгую самостоятельно на брокерском счете. Потом вышла на постоянную работу, купила себе ETF. Разные в жизни бывают ситуации. Почему не дать возможность перебежать? НАУФОР в своих предложениях отдельно подчеркивает, что не относит услугу автоследования ни к финансовому консультированию, ни к ДУ. Есть мировые практики регулирования, а у нас — другая страна, отдельный рынок, на котором уже сложилась такая ситуация, какая сложилась...

Елена Ненахова. Коллеги, я не участвовала в первой дискуссии, но все материалы читала, коллеги с нами делились. Соответственно, хотелось бы озвучить несколько моментов. Я представляю Службу по защите прав потребителей. Статистика подтверждает, что сейчас идет не так много жалоб на автоследование. В основном клиенты жалуются на то, что они при инвестировании получили убытки. Это понятно, люди очень часто жалуются на то, что при инвестировании получен убыток. Вопрос — почему это произошло? Им не была раскрыта информация, или они неправильно поняли суть услуги, или им продали не то, что они ожидали? Ну, и так далее.

Согласна с ранее выступавшими: нужно определиться в том, какова природа услуги. Потому что для нас как для службы важно защитить инвестора, важно защитить клиента. Соответственно, очень правильно здесь сегодня отмечалось, что автоследование похоже на гибридную услугу. Неважно, кто ее предоставляет — брокер, доверительный управляющий, финансовый

консультант (когда у нас появится законодательство о финансовом консультировании).

Важно, чтобы на всех сегментах рынка, предоставляя эту услугу, мы избегали регуляторного арбитража. Я думаю, с этим никто не будет спорить. Невозможно, чтобы для брокера регулятор устанавливал какие-то правила, в то время, как для доверительных управляющих этих правил нет; или, что еще хуже, для доверительных управляющих эти правила есть, а для брокеров этих правил нет.

Действительно есть международный опыт, мы его тоже изучали. И, скажем, опыт США говорит о том, что автоследование они рассматривают как выдачу торговых рекомендаций. Есть опыт Европы, в зоне применения которого автоследование — это нечто похожее на доверительное управление. Есть опыт Японии, где этот сервис ближе к финансовому консультированию. Но, тем не менее, все регулирование крутится вокруг того, что автоследование — это действительно некая торговая инвестиционная рекомендация. Есть разные точки зрения, их можно обсуждать.

Мы должны строить наше обсуждение, исходя из того, что автоследование — это действительно инвестиционная рекомендация. Ее могут оказывать разные финансовые институты. Но мы живем не в вакууме, на российском рынке уже есть регулирование для ряда сегментов: есть регулирование доверительных управляющих, есть проекты по регулированию финансовых консультантов.

Соответственно, первый вопрос, который нужно решить: как мы строим регулирование автоследования? Следует ли строить его на уровне законодательства, или это регулирование на уровне СРО?

Более того, важный вопрос, который, мне кажется, нам тоже надо сегодня обсудить — участие в этой

системе в качестве ассоциированных членов. Я думаю, добросовестные участники и так готовы раскрывать информацию, делать соответствующий экзекьюшн блок и т.д. Вопрос в том, как заставить это сделать недобросовестных участников? Надо понять, что мы движемся либо по законодательному пути, либо идем сначала по пути саморегулирования, а потом по законодательному пути. Это вопрос еще важен и тем, что есть вопрос рекламы. Потому что если участник урегулирован добровольно, то не факт, что на него будут распространяться требования законодательства о рекламе, а это тоже важно.

Мне кажется, здесь важно обсудить именно вот эти блоки, не вдаваясь в дискуссии о том, доверительное ли это управление, брокерская ли деятельность или финансовое консультирование. Важна природа услуги и по каким путям регулирования мы идем. Может быть, есть смысл сначала пойти по пути саморегулирования, а потом дойти до законодательных изменений.

Денис Филиппов. Во-первых, я предлагаю разделить робоэдвайзинг и автоследование, это абсолютно разные вещи. Робоэдвайзинг — это математический алгоритм, невмешательство человека, начиная от формирования первоначального портфеля и заканчивая его перебалансировкой. Автоследование — это человек, который принимает решение, за которым дальше следуют все. Мы говорим сейчас исключительно об автоследовании. Брокер может предоставлять данную услугу, но саму услугу создавать должен либо внешний какой-то профессиональный участник, с лицензией или член СРО...

Екатерина Андреева. Ты имеешь в виду внешний источник сигнала?

Денис Филиппов. Да, то есть источник сигнала (даже если это физлицо) тоже должен либо иметь какой-то аттестат, либо как-то еще доказать, что он об-





ладает необходимыми знаниями. Иначе мы получим ситуацию, когда непрофессиональные участники идут за непрофессиональным участником. Поэтому задача брокера — это предоставление некоего сервиса, но, на мой взгляд, не создание такого сервиса.

Валерий Лях. Но при этом вопрос следующий: что тогда, по-вашему, должен делать брокер? Уведомлять полностью клиента о рисках либо нести ответственность совместно?

Денис Филиппов. Брокер не должен нести ответственность, если клиент хочет подключить черную коробку. Брокер просто предоставляет такую возможность.

Валерий Лях. То есть вы предлагаете, чтобы фактически сигналы давали авторизованные поставщики данных сигналов?

Денис Филиппов. Для того чтобы клиент получил услугу автоследования, он может прийти к брокеру и заявить желание покупать автоследование у конкретного поставщика. Задача брокера: предоставить или не предоставить ему возможность это технически сделать.

Валерий Лях. И, соответственно, уведомить клиента обо всех рисках, которые в этом случае возникают.

Денис Филиппов. Ну, так же, как, собственно говоря, мы уведомляем вообще о всех рисках.

Екатерина Андреева. Нет, не обо всех.

Олег Филатов. Коллеги, откуда взялось автоследование в том виде, в котором оно сейчас есть? У брокеров есть клиенты, которые хотят получить дополнительный доход. При этом брокер видит историю этого клиента, понимает, сколько он живет, как он зарабатывает, чего ему не хватает: кому-то публичности, кому-то финансирования. Такие клиенты становятся авторами стратегий. Им в ДУ нельзя, втихую забирать деньги от клиентов на свой собственный счет — нельзя, никто не отдаст.

Поэтому и выросла некая услуга, технически реализованная у разных

брокеров по-разному. Кто-то взял «черную коробку» и посадил в нее кучу управляющих, кто-то сделал это у себя внутри... Но что у кого возникло, то и существует. Вот все эти практики надо перевести в некую понятную прогнозируемую форму, все должно быть прозрачно.

Есть риски, о которых говорили на прошлой встрече. Поэтому необходимо регламентировать величину сумм, которыми могут управлять данные стратегии. Необходим перечень инструментов, которыми можно пользоваться с точки зрения управления на основе категорий ликвидности. Чтобы все возможные риски для рынка были минимизированы.

Валерий Лях. Мы, собственно, подготовили ряд предложений для внесения в соответствующие стандарты автоследования. Наверное, можем после завершения дискуссий их передать для публикации.

Во всяком случае, я попрошу сейчас своего коллегу Ивана Саутенкова рассказать об этих стандартизированных правилах. Это предложение для обсуждения, но фактически это те вещи, которые мы считаем необходимыми для учета авторами стратегий и, соответственно, брокерами, сделанные на основе изучения всех доступных нам стратегий на сегодняшний момент.

Иван Саутенков. С нашей точки зрения, должны выработаться некоторые подходы к тому, чтобы не только брокер, но и сами клиенты могли понимать, какова вероятность проскальзывания. Естественно, случай, когда цена сделки клиента будет отличаться от цены мастера счета, может реализовываться, может не реализовываться. Но мы хотим, чтобы у непосредственного пользователя или лица, которое собирается стать пользователем, был инструмент оценки собственных рисков.

Например, если стратегия исторически работает так, что мастер счета

получает за операцию систематически плюс-минус ту же цену, что и присоединенные счета, — это одна ситуация. Если есть какие-то различия в ту или иную сторону (например, небольшая дисперсия, или крупная дисперсия) — то это уже другая ситуация. С нашей точки зрения, если эта информация была бы открытой, то помогла бы клиенту осознано и количественно оценить собственные риски.

Далее: не исключена ситуация, когда крупный объем поручений пойдет на неликвидный рынок. Соответственно, это может приводить к каким-то отклонениям цены. Соответственно, поставщик услуги должен использовать механизмы оценки таких рисков, вероятно, даже в какой-то степени открытые. Это может быть мгновенный мониторинг ликвидности. Условно говоря, если сейчас на рынке есть ликвидность, то можно более агрессивно выставить заявки присоединенных клиентов. Если ликвидности в моменте нет, может быть, нужно применить какой-то инструмент таким образом, чтобы в приоритете стояла именно минимизация ценового влияния. Иначе на рынке возникает неестественная волатильность, которая может приводить, по крайней мере, к снижению доходности и увеличению дисперсии.

Необходимо использовать подход по ограничению или динамической оценке общего размера портфеля, которым можно управлять. Условно говоря, если пакет поручений с суммарным моментальным спросом в объеме 100 млн рублей приходит на рынок акций Сбербанка и Газпрома — это одно рыночное отклонение. В менее ликвидных инструментах влияние может быть количественно другим.

Точно так же и по времени исполнения поручений. Крупное поручение на рынке ликвидного инструмента можно исполнить прямо сейчас, и разброс по ценам будет небольшой. На менее лик-

видном инструменте, вероятно, нужно использовать какой-то другой подход. Это опять же к вопросу минимизации влияния на цену.

Отдельный момент — что происходит со счетом клиента именно в момент подключения к конкретной стратегии. Я имею в виду момент синхронизации. Чтобы у клиента было четкое понимание, что по портфелю произошли какие-то изменения или что некоторые операции будут произведены в будущем (в течение какого-то времени). Чтобы у него было понимание вероятных потерь и их количественная оценка.

Вот, наверное, основные моменты, если говорить о методологических аспектах.

Валерий Лях. Ну, вот, коллеги, сегодня мы завершим встречу, далее направим Екатерине Андреевой эти конкретные рекомендации для публикации. А готов ли завтра кто-то из участников, предоставляющих услугу автоследования, придерживаться этих рекомендаций и раскрывать эту информацию для своих клиентов или для всего рынка?

Алексей Богданов. Абсолютно и полностью согласен. Мы готовы.

Владимир Твардовский. Мне хотелось бы поблагодарить НАУФОР за большую работу, которая вылилась в документ, где структурированно изложено, как мы должны идти. Мне очень понравились предложения Центрального банка, озвученные Иваном. В принципе, нужно свести все в один документ, и будет нам счастье.

Когда мы говорим «рынок», то имеем в виду Московскую биржу. В этом, собственно, и есть наша проблема, потому что там одни инструменты ликвидны, другие — нет. В мире эту проблему давно умеют решать.

В Америке есть ECN — Electronic Communication Network. В Европе это называется MTF — Multilateral Trading Facility. Но есть еще одна структура —





BCN — Broker Crossing Network. Это есть и в Америке, и в Европе практически у каждого крупного брокера. Суть в том, что брокеры, которые там работают, напрямую на биржу заявки клиентов мало выводят. Они выводят только те лимитированные заявки, которые должны «встать в стакан» и исполниться. Те же заявки, которые идут близко, — как правило, пулируются и исполняются внутри вот этих crossing networks.

В качестве примеров можно привести европейский Goldman Sachs («Голдман Сакс»), он имеет систему «Сигма», «Сигма-Х». UBS имеет аналогичную межброкерскую систему, Liquidnet. Конечно, это все рынок OTC, хотя автоматизированный. И это является решением проблемы, когда брокер, если он такую услугу предлагает, может одновременно привлечь дилера. И дилер будет предоставлять эту услугу, по которой совокупность клиентов получит приблизительно одинаковые цены исполнения. Понятное дело, что за это кто-то должен заплатить. Может, за это заплатят брокеры, может быть, клиенты — в зависимости от рынка.

Но, в принципе, такой вариант, который уменьшает проскальзывание и влияние на рынок для неликвидных бумаг, вполне может быть рассмотрен здесь и тоже включен в план. В этом направлении, мне кажется, вполне можно будет идти.

Андрей Салашенко. У НАУФОР есть рабочая группа по маргинальной торговле. В рамках этой рабочей группы вопрос неликвидных бумаг очень серьезно обсуждался — того, как их оценивать и т.д. И, соответственно, можно дать возможность действительно сделать и закрытие, и вхождение в позицию на, условно, любом рынке — MTF, ECN. Или это будет просто чисто внебиржевая сделка, неважно. Поэтому, в принципе, можно подумать, каким образом эту историю порешать.

Ольга Шишляникова. Я рада, что мы много разговариваем. Наверное, я соглашусь, что автоследование ближе всего именно к консультированию. Но если мы обсуждаем этот вопрос в рамках брокерской деятельности, то, конечно же, понимаем, почему мы все обсуждаем так долго.

Вопрос-то в другом. В том, что пока у нас нет закона о финансовом консультировании, автоследование — это нерегулируемая отрасль. И тут кто во что горазд, тот так и работает. Действительно это консультационные услуги. И если физическое лицо, за которым все следуют, их оказывает, то оно должно будет соответствовать тем стандартам, которые будут установлены в законе.

Екатерина Андреева. Если честно, это и есть план: как-то дожить до нормального инвестиционного консультирования.

Ольга Шишляникова. Мы, наверное, должны рассуждать о том, что если данная услуга предоставляется посредством брокера, то на каких же условиях сам брокер должен такую услугу предоставлять клиентам?

Я абсолютно согласна с тем, что есть «черные ящики», есть масса других вариантов, когда ни регулятор, ни саморегулируемая организация, ни тем более брокер не может отследить оказание этой услуги.

Но для нас-то главная цель — чтобы негативные моменты, связанные с оказанием этих услуг под эгидой брокера, не влияли на деловую репутацию рынка.

Чтобы в ситуации, когда вдруг все рухнуло и клиент все потерял, он не воспринимал это как результат действий неквалифицированного профессионального участника на рынке ценных бумаг. Клиент может подумать, что раньше он инвестировал в банковские депозиты или просто в банку, законную где-то, и все было нормально. Поэтому не стоит связываться с фондо-

вым рынком, а надо вернуться к старым проверенным вариантам. Главная цель — предотвратить такое развитие событий.

Я соглашусь с Олегом. То, что перечислено в предложенном НАУФОР уведомлении о рисках — это больше защита самого брокера. Потому что это позволит брокеру, когда наступит проблема с автоследованием, сказать клиенту: «Ну, ты же все подписал, мы вас везде уведомляли об этих рисках, поэтому я ни за что ответственности не несу».

В бумаге, которую подготовил НАУФОР, мне не хватает определенности в вопросе: за что же в данном случае должен нести ответственность брокер? Тут и представитель IT Capital, и коллега из департамента противодействия недобросовестным практикам, и другие участники говорили о том, что надо следить за объемом, надо следить за ликвидностью инструмента.

Мне казалось, что если брокер предлагает эту услугу опосредованно, то он как минимум должен проверить алгоритм на то, что в этом алгоритме зашито. Проверить, не повлияет ли предложенный алгоритм недобросовестным образом на рынок. Вот этого я, к сожалению, не увидела, в предложениях этого нет. А именно это позволит сказать, что профессиональный участник, предлагая услугу автоследования, все-таки берет на себя ответственность именно за профессиональное вложение в эту услугу.

Но при этом я согласна с тем, что этого раскрытия информации недостаточно. Должна раскрываться информация о том, какова же история следования за мастер-счетом. Этого тоже пока здесь, к сожалению, нет.

Что еще. Ссылались на доклад Банка России о брокерской деятельности. Но там было написано, что, если услуга близка к услугам доверительного управления, то должно быть

соответствующее вознаграждение. А что мы видим сейчас на рынке? За эту услугу берется и брокерская комиссия за каждую совершенную сделку, и нечто вроде комиссии по доверительному управлению от объема портфеля. Именно против этого зарубежные регуляторы выступают в первую очередь, потому что здесь реализуется определенный конфликт интересов. Вроде бы ни за что не отвечаем, но при этом берем две комиссии. Соответственно, здесь тоже можно подумать, какие же правила хорошего тона должны быть реализованы по вознаграждениям, которые берет брокер при оказании соответствующих услуг.

Ну, и, наверное, про регуляторный арбитраж. Действительно, арбитраж надо снижать, и мне кажется, что если определенные вещи пропишем, то мы его несколько сократим. Полностью его устранить нельзя, потому что все-таки, несмотря на то, что услуга вроде бы имеет общие корни, но последствия у нее все равно разные. То есть изначально, если брокер говорит клиенту, что все-таки выбор за тобой и кнопочку нажимаешь ты, а также ты можешь из сервиса выйти, — это одна история. Когда клиент приходит к доверительному управляющему и доверительный управляющий берет всю ответственность на себя — это другая история. Услуга, наверное, в этом случае должна быть дороже. Поэтому мне кажется, что полностью арбитраж убрать нельзя, потому что все-таки это не идентичные услуги.

Ну, и последнее. Как бы Банк России ни хотел ввести запрет на это регулирование, у нас сейчас такой возможности просто нет, даже если бы мы хотели его ввести. Потому что это не брокерская деятельность. На сегодняшний день, еще раз говорю, эта деятельность ближе к финансовому консультированию, которое пока еще не регулируется. Банк России не может сказать, что

заниматься этой деятельностью нельзя, потому что законом это не запрещено. Поэтому мы с вами можем только (и это именно то, чем мы занимаемся последнее время) обсуждать урегулирование на уровне стандартов, введения лучших практик оказания этих услуг, которые пока законодательством не регулируются.

Екатерина Андреева. Я правильно понимаю, что если мы дописываем в стандарты вещи, о которых говорил Валерий Лях, то в принципе на концептуальном уровне Банк России устраивает идея с регулированием на уровне СРО?

Ольга Шишляникова. Надо посмотреть. И я сегодня высказывала свое мнение по определенным проблемам, и коллеги... Мы еще, может быть, не говорили про ассоциированное членство. Но мы пока не очень видим возможность его реализации по той причине, что, с одной стороны, я просто не уверена, что все физические лица захотят...

С места. Не захотят.

Екатерина Андреева. Но тогда придется для брокеров писать новый стандарт.

Ольга Шишляникова. Мне казалось, что и правильно идти от того, что брокер должен предлагать только сервисы, которые отвечают определенным стандартам. Все, что за пределами этого формата (то есть, если клиент покупает «черную коробочку») — это полностью риск клиента.

Дмитрий Панченко. На самом деле, что касается новых стратегий, то мы можем проверить только формулу, условно говоря. Но мы не знаем, как она будет работать дальше.

Валерий Лях. Вы же можете проверять по ходу деятельности, что происходит с мастер-счетом. Это хоть какой-то минимальный контроль.

Ольга Шишляникова. Это механизм, да, я согласна.

Дмитрий Панченко. Ну да, те параметры контроля, о которых почти все здесь говорили, в общем-то, до-



статочны разумны. Единственное, технологическая и техническая отладка процессов контроля, наверное, займет время. Вы же спрашивали, готовы ли мы их ввести быстро? В целом, конечно, готовы.

Алексей Богданов. Деловая репутация и будет создаваться для того, чтобы мастер счета начал что-то зарабатывать...

Ольга Шишлянникова. Тут, кстати, говорилось, что надо учитывать сроки работы. Теоретически же компания может предложить: вот мастер счета поработал месяц и заработал хороший процент, так что мы сейчас начнем предлагать его стратегию [для автоследования]. Но ведь могло быть так, что человеку [мастеру счета] банально везло в течение месяца?

Олег Филатов. Здесь же взаимосвязанные вещи. Человек, который собирается подключиться к стратегии, он же тоже не полный ноль. Ему надо смотреть историю счета автоследования, видеть динамику... Эта информация должна быть прозрачной, публичной, по крайней мере на сайте в разделе управляющих должна идти динамика движения счета, за приведенные цифры должен отвечать брокер. На основании тех данных, которые брокер видит у себя, он сам посчитал доходность стратегии, сам написал, какими инструментами, возможно, эти стратегии реализуются. А дальше клиент выбирает сам. Да, декларация о рисках, да, возможные ограничения по объему инвестиций в данную стратегию, ну и вытекающие...

Брокеры (по крайней мере, здесь сидящие) это же не камикадзе, которые будут пускать в автоследование кого попало, чтобы потом тот же клиент пришел и начал говорить: «Вы что мне тут дали? Это же вообще ноль, я все потерял».

Ну, и по поводу двойной комиссии. В текущей ситуации ее вынуждены брать, потому что управляющий бе-

рет свою комиссию, но брокер что-то тоже должен получить. Когда автоследование станет услугой, то отношения брокера с управляющим должны трансформироваться. За эту услугу должен платить брокер управляющему, а не клиент напрямую, вот тогда это будет работать.

Ольга Шишлянникова. А так где-то работают? Мне казалось, что всегда это идет через брокера.

Олег Филатов. Есть варианты напрямую. При этом брокер даже не отвечает за «черный ящик». Его задача — исполнение. У брокера открыт счет, приходит внешний сигнал, он должен по этому сигналу исполнить заявку. На этом обязанности брокера закончились — с точки зрения отношений клиента и брокера при внешнем управлении, при наличии внешнего «черного ящика».

Олег Янкелев. Просто это не российский кейс. А так вообще действительно в той же Америке большая часть провайдеров сигналов заключают соглашения непосредственно с клиентами.

Олег Филатов. И, собственно, это единственный чистый и честный путь.

Олег Янкелев. По поводу истории стратегий и всего остального. Все присутствующие знают, что любой хедж-фонд может привлечь внешние деньги минимум с трехлетним перфомансом. В хедж-фонды заходят в основном квалифицированные клиенты, которые способны проанализировать и отчетность, и проспекты эмиссий, и все остальное. А в рамках автоследования мы видим управляющих, у которых на самом деле нет долгосрочного релевантного опыта. Эти люди не смогли привлечь деньги профессиональных инвесторов, и они идут тестировать на кошечках. Кошечки в данном случае — это клиенты брокеров. Потому что дью дилиджанс, который обычно происходит в отношении хедж-фонда,

в отношении этих управляющих нет и объективно не может быть.

Дмитрий Панченко. У всех ваших квалифицированных суперуправляющих большие проблемы как раз с доходностью.

Олег Янкелев. Так я же их не защищаю, вы же знаете, я только за пассивное индексное управление. Меня сложно обвинить в том, что я выступаю в пользу хедж-фондов...

Валерий Лях. Алексей, у меня вопрос другой. К вам приходят клиенты с жалобами на автоследование. Вы можете сказать, на что они жалуются? Что их не устраивает?

Алексей Богданов. Основная жалоба со стороны клиента такая: «Я отключился от стратегии, этих операций не делал. А вот стратегия работала и...»

Валерий Лях. А кто клиента отключал?

Алексей Богданов. Он сам отключился. Мы предоставляем, естественно, все файлы, предоставляем смс, которую клиент получил и на основании которой совершал свои действия и т.д. Да, действительно, существуют моменты, когда клиент подключился и получил убыток. Тут, к сожалению, мы ничего не можем сделать, потому что такое бывает. Но, в нашей модели бизнеса процесс построен так, что таких клиентов очень-очень мало, мы стараемся тоже регулировать это. Мы иногда блокируем стратегии именно на какой-то момент времени, когда считаем, что стратегия уже отработала. И тогда мы закрываем новую подписку.

Валерий Лях. То есть вы блокируете новых подписчиков, но не саму работу стратегии?

Алексей Богданов. Новые подписчики туда не подключаются. Все, знаете ли, бегут в последний вагон уходящего поезда. Когда стратегия показала максимальный результат, мы ее блокируем. Потому что тут возникает максимальный спрос, а мы

не заинтересованы в этом, это наши деньги и т.д. Мы четко понимаем, что если клиент будет жить с нами всего лишь месяц, это нам неинтересно. Мы хотим, чтобы клиент работал с нами годы и получал от этого доход. Тогда и наш доход будет гораздо выше.

Статистика — достаточно неумолимая штука.

Валерий Лях. Но вы проверяете текущую доходность на объем портфеля? **Алексей Богданов.** Ну да, есть определенные технологические, математические установки, которые мы проверяем.

Валерий Лях. А сам алгоритм по ходу действия вы верифицируете постоянно к тому, который был в самом начале?

Алексей Богданов. Вопрос в том, что такое алгоритм? Мы контролируем именно те инструменты, которые входят в данный портфель. А уж исполнение по каждому инструменту индивидуально. То есть, мы рассчитываем ликвидность каждого инструмента в режиме реального времени, и уже исполнение не может повлиять, точнее, не может просадить рынок... Более двух раз, скажем так, мы на грабли не наступаем. Но нельзя сказать, что мы изучили уже все мели и защитили себя полностью.

Валерий Лях. Ради создания защиты мы, собственно, и собрались как раз.

Алексей Богданов. Да, мы совершенствуемся, стараемся работать с нашими клиентами, максимально уведомлять их. Сейчас вводим еще новые сервисы, которые позволяют клиенту ориентироваться в выборе стратегии: какие риски в ней защиты, насколько она действительно ему подходит. В принципе, будем в основном предлагать более консервативные стратегии, чтобы клиент сначала получил какой-то опыт, познакомился с сервисом. А дальше он уже сможет принимать какое-то решение. Но это именно наш подход, который

мы выбрали для себя самостоятельно, без дополнительных регулятивных или каких-то еще требований. Тут, наверное, каждый брокер может внедрять свой подход, свои правила взаимодействия с клиентами.

Ольга Шишлянникова. Эти правила можно включить как раз в те предложения, которые разрабатываются.

Алексей Богданов. По этой причине я на первой встрече сказал, что не надо все называть автоследованием. Автоследование — это определенный продукт, он отвечает определенным правилам предоставления этого продукта. Если он действительно предоставляет соответствующим образом, то это будет хороший, добросовестный продукт, от которого выиграют все — и Центральный банк, и клиент, и брокер, и в принципе все наше общество.

Кирилл Пронин. Каким образом?

Алексей Богданов. Центральный банк будет получать меньше претензий от клиентов, фондовый рынок будет развиваться максимально быстрыми темпами, что тоже, насколько я понимаю, интересно регулятору.

Денис Филиппов. Алексей, вы несете какую-то ответственность? Финансовую ответственность?

Алексей Богданов. Финансовую ответственность? Вот у нас в стране проводились народные IPO — скажите, пожалуйста, за них кто-то какую-то ответственность несет?

Денис Филиппов. То есть, вы ограничиваетесь просто перечнем рисков, которые здесь описаны?

Алексей Богданов. Да, абсолютно верно. Да, это брокерские услуги. Скажите, управляющая компания, которая предоставляет какую-то стратегию, — разве она больше защищает клиента?

Денис Филиппов. Управляющая компания имеет лицензию... Значит, имеет, соответственно, некий профессиональный

опыт. В случае автоследования ничего этого нет.

Алексей Богданов. Насколько я знаю методы работы многих управляющих компаний. Молодой паренек получил аттестат, да, у него хорошее образование. Но он ничем не рискует. Дали ему карт-бланш, он начинает что-то делать...

Денис Филиппов. Нет, по своей инициативе он ничего не начинает. В управляющей компании есть инвестиционный комитет, которые утверждают стратегию.

Ольга Шишляникова. Доверительное управление все-таки существует — хотя бы в рамках гражданского законодательства. Вопрос в другом: в России пока мало клиентов жалуются в суд, и у судов мало практики по рассмотрению таких споров. Но теоретически ответственность доверительного управляющего значительно больше, чем у брокера по предложению услуг автоследования.

Алексей Богданов. Хотя злоупотребления встречаются и у доверительных управляющих, справедливости ради надо сказать.

Ольга Шишляникова. Это правда, да. Но я говорю только про теоретическую ответственность в рамках гражданского законодательства.

Екатерина Андреева. У нас осталось 15 минут, давайте дадим высказаться Кириллу Пронину и резюмируем.

Кирилл Пронин. Мы рассуждаем о том, нужно или не нужно на уровне НАУФОР попытаться отрегулировать эту проблему. Да, мы понимаем, что сформировалось некое явление, продуктом «автоследование» пользуется большое количество клиентов, и мы говорим, что следует попытаться на площадке саморегулируемой организации найти элементы первичного регулирования этого процесса. Это первое.

Второе. Если говорить по конкретным позициям. Да, мы уже неоднократно обсуждали сервис автоследования и с участниками рынка, и с участием коллег из Департамента противодействия недобросовестным практикам. Мы понимаем, какие блоки точно должны найти отражение во внутреннем документе СРО.

По итогам поступивших от НАУФОР предложений у меня появились дополнительные вопросы. Я так понимаю, что вы совершенно осознанно хотите вывести за периметр регулирования те самые «черные коробочки», поскольку считаете сигналом только совершенную сделку. И, наверное, в этом есть смысл.

Второй момент, на который можно обратить внимание. Я не очень представляю, каковы будут дополнительные риски у клиента, если автоследование предоставлять в отношении ценных бумаг иностранных эмитентов. Такие стратегии есть. Очень активно предлагаются стратегии с бумагами второго эшелона. Хотелось бы понимать, будут ли во внутреннем документе отражены какие-то критерии того, чтобы все-таки предоставлялись наиболее ликвидные бумаги.

Ну, и еще один вопрос, он, наверное, большей частью должен интересовать Службу по защите прав потребителей, — это предоставление стратегии в разбивке по бумагам для квалифицированных и для неквалифицированных инвесторов. Как это сегодня работает, например, в компании «Финам»?

Алексей Богданов. Все инструменты, которые используются в сервисе автоследования, доступны неквалифицированным инвесторам. И список достаточно узкий. Там нет бумаг с очень низкой ликвидностью. Есть бумаги второго эшелона, но по ним ликвидность допустимая. Мы информируем клиента, что точность следования

может отличаться от точности следования автора, есть определенные коэффициенты, клиент это видит в режиме реального времени и может принимать решение в любой момент. Открытость максимальная.

Кирилл Пронин. Хорошо, еще один вопрос. А как фактически вы имеете возможность контролировать действия владельца мастер-счета на предмет соответствия объявленной стратегии? Если озвучивается одна стратегия, но впоследствии вдруг человек решил стратегию изменить, есть ли какой-то порядок информирования тех клиентов, которые присоединились? и какие в дальнейшем действуют процедуры?

Алексей Богданов. Существуют. В данном случае существует взаимодействие, клиенты могут общаться друг с другом и с автором стратегии, делиться информацией. Объем переписки сейчас между именно клиентами — около 6 тысяч сообщений в день.

Денис Филиппов. Вы эти бумаги сами ограничиваете мастеру счета или нет?

Алексей Богданов. У нас есть список допустимых бумаг для автоследования. Не для конкретного мастер-счета, а вообще для автоследования.

Екатерина Андреева. Пять минут осталось. Давайте попросим представителя Банка России резюмировать.

Ольга Шишляникова. Мы все сказали, в общем-то. Надо добавлять тот материал, который озвучили.

Екатерина Андреева. Давайте тогда я резюмирую, что мы должны сделать. Мы должны разместить на сайте НАУФОР те рекомендации, которые предложил Валерий Лях. Мы сделаем отдельный раздел на сайте и соберем туда все рекомендации и все материалы, в том числе, расшифровки наших заседаний. Плюс мы продолжаем обсуждение и работу над стандартами с учетом тех пожеланий, которые были

озвучены, и учетом положений тех документов, которые сегодня разложили на столы участникам обсуждения. Соответственно, следующую встречу будем собирать, видимо, уже в следующем году.

Валерий Лях. Я бы добавил, наверное, что в отношении непосредственно авторов стратегии мы так и не пришли к какому-то мнению по поводу их ответственности. То есть коллеги говорили, что кто-то из авторов стратегий не готов нести ответственность, или не готов стать просто ассоциированным членом и так далее. В общем-то, это все равно проблема, которую надо решать. Это проблема арбитража ответственности между авторами стратегии и между брокерами.

Ольга Шишляникова. Мне кажется, эта проблема решается как раз законом о финансовых советниках. Просто мне не кажется, что мы сможем решить этот вопрос на уровне стандартов.

Валерий Лях. Коллеги, может быть, предложат вариант стратегии. Сможете ли вы проработать с рядом авторов стратегии эти вопросы, хотя бы в тестовом режиме сейчас?

Алексей Богданов. Мы уже начали это обсуждать. Наши авторы уже замотивированы, они четко понимают задачи, у них большая ответственность.

Ольга Шишляникова. А какая у них ответственность?

Алексей Богданов. Ответственность очень простая — не получают доход. Для них это бизнес.

Ольга Шишляникова. Подождите, так они уже получили доход.

Владимир Твардовский. Они рискуют своими деньгами — раз, репутацией — два.

Ольга Шишляникова. Давайте говорить тогда «рискуют своими деньгами». Если в портфеле 100 рублей — это одна история. И вторая история, если в портфеле 10 млн. Это тоже может быть

одним из возможных критериев — брокер может предлагать стратегию при условии того, что автор стратегии отвечает за нее определенными деньгами (т.е. его собственные вложенные в стратегию деньги отвечают определенному размеру).

Олег Янкелев. Никто не мешает иметь параллельный счет с короткой позицией, если уж на то пошло.

Ольга Шишляникова. Согласна. И это, кстати, тоже возможный вариант. Понятно, что можно уйти к другому брокеру, но хотя бы запрет иметь разные портфели в рамках одного брокера, — это можно было бы рассматривать.

Екатерина Андреева. Коллеги, время истекло. Национальная ассоциация ставит в задачи организацию на площадке НАУФОР встречи авторов стратегий с представителями регулятора; с целью выяснить их готовность к регулированию и степень ответственности. После того, как будет принят закон об инвестиционных консультантах.

Лада Кобкина. Можно маленькое дополнение? Мы очень много сегодня обсуждали ситуацию, когда брокер дает программное обеспечение и платформу, а сигнал дают сторонние поставщики. Мы просим рассмотреть обратный кейс: когда источник сигнала лежит внутри компании (например, это некий research), а программное обеспечение используется стороннее.

Олег Янкелев. Мне кажется, Лада, то, о чем вы говорите, — это классический пример доверительного управления. Компания является брокером, ее сотрудники дают рекомендации клиентам. И вы хотите предоставлять этот сервис как брокеридж, а не в формате доверительного управления. Мне кажется, это вопрос совершенно очевидного ДУ.

Ольга Шишляникова. В этом случае у брокера явный конфликт интере-

сов. Да, во всем мире брокеры имеют возможность оказывать консультационные услуги, но установлена масса требований к осуществлению такой деятельности... То есть, если этот сервис прописывать в нормативно-правовой базе, то прописывать следует ровно так же, со всеми этими ограничениями.

Константин Шульга. Мы согласны, этот сервис ближе скорее к инвестиционному консультированию. Предлагаем обсудить этот вопрос подробнее.

Екатерина Андреева. Коллеги, большое спасибо. Мы многое сегодня обсудили, есть над чем подумать. Спасибо всем за участие. □