

# Риск, доходность, инвестиционный горизонт

**ЦБ РФ озвучил новые подходы к регулированию ДУ. Выбирая между жесткими ограничениями и увеличением ответственности, рынок доверяет регулятору пока с опаской**

В начале 2015 года НАУФОР совместно с ЦБ РФ обсудила с профессиональным сообществом проект нового Положения «О единых требованиях к правилам осуществления деятельности по управлению ценными бумагами». Документ вводит новые правила доверительного управления ценными бумагами.

Документ был разработан по инициативе рынка. Вначале, еще в середине 2014 года, рабочая группа НАУФОР по доверительному управлению подготовила и направила в ЦБ РФ проект изменения правил доверительного управления ценными бумагами. Документ предполагал изменение существующего подхода к доверительному управлению и значительную его либерализацию. Далее, в декабре 2014 года ЦБ РФ подготовил проект нового регулирования и разместил его на своем сайте для обсуждения. НАУФОР представила для него ряд замечаний, включая замечания комитета НАУФОР по управлению активами.

А на следующем этапе было, как уже сказано, организовано широкое публичное обсуждение нового регулирования. В мероприятии приняли участие заместитель директора департамента ценных бумаг и товарного рынка ЦБ РФ Ольга Шишляникова, экономический советник департамента ценных бумаг и товарного рынка ЦБ РФ Александр Арефьев, председатель Правления

НАУФОР Алексей Тимофеев, участники рынка. Предлагаем читателю материалы обсуждения.

## Вступительная часть

**Алексей Тимофеев.** Уважаемые коллеги!

Скажу очень короткое вводное слово.

Инициатива по обсуждению новых правил доверительного управления принадлежит, скорее, Центральному банку, чем НАУФОР. Это свидетельствует о том, что Центральный банк хочет знать мнение рынка, хочет убедиться, что выбранные им регулятивные решения являются правильными. Я прошу вашей активности. Если у вас есть какие-то пожелания, высказывайтесь.

Для НАУФОР эта работа началась как работа сразу над несколькими документами. Это были поправки в закон о рынке ценных бумаг, связанные с доверительным управлением и статусом инвестиционных советников. Параллельно мы вели работу над стандартами НАУФОР и положением о требовании к ведению деятельности по доверительному управлению.



Поправки в закон о рынке ценных бумаг связаны также с нормативным актом, регулирующим требования к квалифицированным инвесторам.

Именно в этой дискуссии мы приняли решение концептуально изменить подход к перечисленным вопросам. Я очень надеюсь, что мы увидим концептуальные изменения и в тех, и других поправках, и они будут образовывать новую регулятивную среду для названных отношений. А ключевым элементом изменений является введение в России правил *suitability*, требования соответствия операций управляющего инвестиционным целям клиента и его толерантности к риску.

Ключевым элементом реализации правила *suitability* является определение инвестиционного профиля клиента. Это регулирование иное, чем действовавшее до сих пор.

Я уверен, что вы уже ознакомились с проектом нормативного документа, который был вывешен на сайте Центрального банка. Работа над ним все еще продолжается.

**Александр Арефьев.** Добрый день, уважаемые коллеги!

Очевидным недостатком текущего регулирования является то, что регулятор в нормативно-правовом поле отображает некое подобие разумного поведения управляющего. Был введен ряд ограничений, который исключал

недобросовестные действия управляющего или действия, которые могут быть недобросовестными в определенной ситуации, поскольку они находятся в поле конфликта интересов.

Например, были возможны ситуации, когда управляющий паевого инвестиционного фонда держит в составе активов фонда половину пакета акционерного общества. Тем самым он становится аффилированным с этим обществом, поскольку имеет все полномочия по принятию корпоративных решений. Чтобы не размывать долю своего фонда, ему при размещении дополнительных бумаг нужно купить эти размещаемые ценные бумаги. Но бумаги аффилированных лиц ему по-



купать нельзя. Соответственно, возникает исключение из общего правила. Потом возникает исключение из этого исключения. Потом еще одно исключение исключает предыдущие два. Таким образом, регулирование начинает напоминать книгу на все случаи жизни. Наверно, такие вещи можно было бы предпринимать в рамках обычных регуляторных разъяснений или разъяснений в рамках судебной практики, но никак не в нормах регулирования. Мы зашли в логический тупик, когда занимались разработкой поправок в закон о рынке ценных бумаг в части регулирования деятельности по доверительному управлению.

Поэтому мы пошли другим путем.

Если возвращаться к Гражданскому кодексу, то там ответственность управляющего требует определить интерес выгодоприобретателя. На этом как раз построен существующий проект регулирования в плане того, что в зарубежной практике зовется принципом *suitability* — это вопрос того, подходит ли клиенту портфель или стратегия, которую предлагает управляющий. То есть управляющий должен определить тот самый интерес, за несоблюдение которого он будет нести ответственность, предусмотренную законом.

Проанализировав правоприменительную зарубежную практику, мы определили три параметра, на которые должен ориентироваться управляющий. Это риск, доходность и инвестиционный горизонт.

Если говорить о MIFID, то возникает множество вопросов о том, как применять эти подходы. При обсуждении концепции в Банке России, руководство говорило о том, что нельзя задавать клиенту вопрос о том, сколько денег он готов потерять, потому что он ответит «несколько». Он отдает деньги для того, чтобы зарабатывать, а не терять. MIFID исходит из того, что нужно определить, насколько глубокие знания клиент имеет

о том, куда будут инвестироваться его средства, насколько прочно его финансовое положение и не рискует ли он всем своим имуществом.

В нашем проекте схема немного упрощена. Мы тоже определяем три параметра — инвестиционный горизонт, риск, который клиент способен нести, и его инвестиционные цели. Была большая дискуссия с НАУФОР — о том, каким образом правильно изложить эти подходы для того, чтобы документ с названием «профиль риска», который определяет интересы клиентов, не выглядел как обещание гарантированной доходности. Скажем, клиент объявляет, что он не готов терять, например, более 20%. Любая конечная цифра означает, что есть некая гарантированная величина, ниже которой при прочих равных условиях заходить нельзя.

В зарубежном праве есть такие страны (например, Испания), где действительно клиент не может потерять больше определенного процента своих инвестиций. Если портфель просел больше, чем на эту цифру, то управляющий возмещает клиенту убытки. В такую формальную плоскость не хотелось бы выходить.

Существует и практика, при которой клиенту гарантируется портфель с доходностью 20% при оговорке «on the normal market edition», то есть при нормальных рыночных условиях.

В рамках договорного права и в рамках правоприменения в судебной практике так можно сделать, но это не вариант. Поэтому в этой части мы пытались выработать, с одной стороны, абстрактные, с другой стороны, более-менее конкретизирующие формулировки, где нет элемента форс-мажора.

Исследуя практику заключения договоров доверительного управления, мы столкнулись, например, с тем, что форс-мажор может быть определен договором доверительного управления. При этом управляющий считает форс-

мажором события, которые вызываются дефолтом по тем или иным облигациям. Изначально управляющий исходит из того, что он не контролирует кредитный риск. Это вопрос наиболее дискуссионный даже внутри банка.

На мой взгляд, подобная практика не является правильной. Если случился такой форс-мажор, то управляющий не должен на него ссылаться. Он должен доказывать, что предпринял все действия, необходимые для предотвращения потерь клиента. Если еще более сжать этот

Здесь все во многом будет зависеть от стратегии управления, предлагаемой клиенту. Есть уже зачатки элементов определения стратегий.

У Центробанка также неоднократно возникали дискуссии с НАУФОР по поводу того, каким образом их описать, чтобы понимать, что такое «активная стратегия управления», «пассивная стратегия управления». На словах это все прекрасно понимают, а определить формально весьма сложно. Пока что мы выбрали только точечные параметры этого

Ключевым элементом изменений является введение в России правил *suitability*, требования соответствия операций управляющего инвестиционным целям клиента и его толерантности к риску. Ключевым элементом реализации правила *suitability* является определение инвестиционного профиля клиента. Это регулирование иное, чем действовавшее до сих пор.

тезис, то вопрос вот в чем: нужно ли управляющему доказывать, что убытки были нанесены клиенту вследствие обстоятельства непреодолимой силы — или ссылаться на то, что такая непреодолимая сила уже изначально была, и доказывать только то, что имел место форс-мажор. Это один из ключевых моментов, который сегодня хотелось бы обсудить. Потому что совсем не хочется писать в регулятивных нормах о том, что управляющий, например, вправе отказаться от управления кредитным риском, когда предлагает клиенту управление долговыми инструментами. Этот момент является наиболее дискуссионным, и хотелось бы послушать разные точки зрения.

Также мы переработали вопросы, связанные с раскрытием информации, с отчетностью клиента. Все это в основном вынесено в договор, но есть определенные параметры, относительно которых было бы неплохо, чтобы управляющий обсуждал их с клиентом.

регулирования. Например, соотношение двух норм — когда Гражданский кодекс говорит о том, что управляющий, не проявивший должной заботы об интересах выгодоприобретателя, возмещает ему убытки вне зависимости от того, что написано в договоре; а с другой стороны, договор говорит о том, что управляющий должен следовать определенному индексу, и при этом клиент начинает терять именно в силу того, что данный индекс падает. Тут встает вопрос, будет ли управляющий нести ответственность от того, что индекс упал и клиент получил убытки, — или он должен нарушить договор и попытаться спасти портфель. Чтобы разрешить эту проблему, мы дали направление в правоприменительную практику — если возникает такая ситуация, то управляющий как минимум должен уведомить об этом клиента. Если клиент потребует прекращения договора доверительного управления, такой договор управляющий прекращает — или изменяет стратегию по требованию

клиента. Это так называемый компромиссный вариант между двумя формами ответственности, который на сегодняшний день предусматривает законодательство. Потому что законодательство не знает такой типологии управления, как активное и пассивное. И каким образом выходить из этой ситуации, может показать только правоприменительная практика.

Мы дали свое направление, и насколько это получилось, тоже вопрос для дискуссии.

Хотелось бы получить мнение рынка, чтобы сделать прогрессивный документ, который был бы востребован рынком и выдвинул нашу отрасль на иной уровень правоприменительной практики.

Спасибо.

**Алексей Тимофеев.** Позволю сформулировать три вопроса, которые по-прежнему актуальны в нашей дискуссии с Центральным банком.

Первый — это договор и ответственность. И тема кредитного риска, как мне кажется, тесно с этим связана. Нам кажется, что если договор ясно ограничивает ответственность управляющего, то это является исключением из правила добросовестности. То есть правило о добросовестности деятельности в интересах клиента действует только в области, не урегулированной прямыми положениями договора.

И если это так, то в договоре может быть прямо предусмотрено освобождение управляющего от ответственности за дефолт эмитента.

Если же это не предусмотрено в договоре, то наверняка контроль за кредитным риском должен остаться за управляющим, и в суде при определенных обстоятельствах управляющий может быть привлечен к ответственности.

Второй вопрос — это гарантия сохранности доходности и инвестиционный профиль. Наша дискуссия с Центральным банком велась вокруг положения проекта, который говорил



о том, что в разделе о толерантности клиента к риску следует как можно более точно определить готовность клиента к потерям. На наш взгляд, это должно быть во всех случаях индикативным, Центральный банк с этим не спорил. Если управляющий потерял больше, чем указано в инвестиционном профиле клиента, это само по себе не предрешает спора, спор продолжается. Следует выяснять, была ли потеря обусловлена нерадивостью управляющего или нет. Но суды в этом вопросе могут быть очень формальны. НАУФОР и Центральный банк пытались найти компромисс — даже если в инвестиционном профиле нужно указать цифру, то чтобы это не предрешало результатов спора в суде, если такой спор возникнет.

Да и сам вопрос гарантий является важным. Следует ли управляющим позволить гарантировать доходность, правильно ли это? Я не говорю о том, что управляющий может предложить стратегию защиты капитала (стратегия защиты капитала тоже может потерпеть фиаско). Речь идет о прямых гарантиях, максимально ясно выраженных в договоре.

Остается другой вопрос, который мы продолжаем обсуждать: Центральный банк предлагает запретить возможность заключения договора использования одного производного финансового инструмента в интересах нескольких клиентов — учредителей доверительного управления, не являющихся собственниками инвестиционного портфеля. Мы думаем, что этого делать не нужно.

Вот наши соображения. Предлагаю дополнить и прокомментировать. **Александр Арефьев.** Я бы уточнил момент, связанный с кредитным риском.

Вопрос не в том, должен или не должен нести ответственность управляющий в случае дефолта. Как мы уже много раз говорили, это вопрос того, доказал ли управляющий, что дефолт произошло вследствие обстоятельств

непреодолимой силы — или не доказал. Весь вопрос заключается в том, должен ли он именно доказывать, — или же в договоре априори закладывается, что это форс-мажор и доказывать ничего не надо. Именно этот момент хотелось бы обсудить.

Я себя причисляю к тому направлению юридической мысли, что управляющий все-таки должен доказывать.

Вопрос ответственности будет уже решением суда. Мы не хотим лезть в область правоприменения и ни в коем случае не хотим предрекать решения в отношении управляющих.

### **Нужна ли в инвестиционном профиле конкретика возможных потерь**

**Денис Соловьев.** Как можно формировать портфель и убеждать клиента, как можно разговаривать с ним на языке математической статистики, если вы показываете только доходность, но не показываете возможность потерь?

А как вы, допустим, продадите клиенту идею включить в портфель (или исключить из портфеля) те или иные инструменты и, соответственно, подобрать правильный инвестиционный профиль, если вы не оперируете этими понятиями? Я понимаю аргумент, связанный с опасениями процедурного характера, когда может возникнуть спор между клиентом и управляющей компанией. Но с точки зрения здравого смысла, с точки зрения математики этот спор немножечко странен.

В России принято давать гарантии. Там, где они даются, нужно понимать, за счет чего эти гарантии будут реализовываться. Вероятно, они реализуются за счет капитала управляющей компании. И если компания оперирует подобными гарантиями, то было бы правильно смотреть на размеры капитала и совокупный размер ответственности по всем портфелям.

По поводу судов. Мне кажется, что не стоит опасаться каких-то споров.

Если управляющая компания принимает на себя кредитный риск эмитента, то он может выражаться не только в дефолте эмитента или в дефолте банка, он выражается, в том числе, в падении стоимости бумаги. И это отражается на стоимости портфеля в целом. Качество управляющих определяется правильностью выбора. Клиент, конечно, может судиться с управляющим. Но если в результате в реализации кредитного риска (в мягкой или жесткой форме) была утрачена часть стоимости портфеля, это ожидаемое событие. По идее, оно должно совпадать с инвестиционным профилем клиента. Вот если не совпадает, то тогда у клиента могут возникнуть вопросы к управляющему, и тот должен ответить на них.

**Александр Баранов.** Я хочу поставить вопрос о так называемых неквалифицированных инвесторах. Давайте посмотрим пункты 1.3–1.5 проекта, здесь есть требования к предоставлению от них информации личного плана, которую не запрашивают даже банки у заемщиков. А не опугнут ли такие вопросы простого «физика»? Половина клиентов-физлиц просто разбежится, если им будут такие вопросы задавать. Рынок доверительного управления и так находится в кризисе, доля активов под управлением снижается. А тут физлицо посмотрит на подобные вопросы и скажет: «Лучше я пойду в банк и положу деньги на депозит, чем буду отвечать на такие вопросы».

Второй вопрос — по поводу так называемых форс-мажорных обстоятельств. Например, Центробанк поднял ключевую ставку на 650 базисных пунктов. В результате портфель ГКО за один день просел больше чем на 10%. Это является форс-мажором с точки зрения рыночного риска?

Касательно институциональных инвесторов часто возникают проблемы, когда институциональный инвестор передает портфель от одного управляющего другому. В части доверительно-

го управления активами пенсионных фондов управляющий не может отказать, если его клиент — пенсионный фонд от одной управляющей компании перейдет к другой. В портфеле фонда-клиента могут быть очень плохие бумаги с точки зрения принимающей стороны, но отказаться от них управляющий не может. Часто бывает, что по балансовой стоимости у передаваемого актива есть конкретная цена, но если у нового управляющего лимит на данную бумагу равен нулю, то возможен убыток. На чей счет будет положен этот убыток? Тем более если учредитель управления выступает против продажи бумаг и фиксации убытка при передаче портфеля. Получается, что учредитель управления заставляет управляющего принять бумаги, по которым потом управляющий будет нести и кредитный риск, и риск отрицательной переоценки. Избавиться от этих бумаг нельзя. И кто будет отвечать в данном случае? Предыдущий управляющий или новый?

**Вопрос из зала.** А где [в проекте зафиксирована] обязанность управляющего принять этот портфель?

**Александр Баранов.** Вы много знаете управляющих, которые отказываются от того, что им в управление приходят деньги?

**Реплика из зала.** Если берут эти активы, значит, должны нести риск.

**Александр Баранов.** Ни один хозяин управляющей компании не будет отказываться, если идут деньги ему в управление. Давайте рассуждать здраво. Спасибо.

**Вопрос из зала.** Хочу поддержать предыдущего оратора. При определении инвестиционного профиля учредителя управления требуется, чтобы он указывал количество иждивенцев на его содержании. Каким образом связаны количество иждивенцев и аппетит инвестора к риску?

И второй вопрос. Положение предусматривает запрет приобретения в портфель учредителя управления лю-



рых векселей. При этом, например, нет запрета на приобретение депозитных сертификатов. Чем регулятору так не понравились векселя, — ведь, например, их могут выдавать банки из топ-10? Что делать с этими инструментами и зачем они вообще нужны, если сейчас идет их дискредитация?

**Реплика из зала.** Господин Тимофеев говорил, что в Центральном банке как раз не хотели прописывать обязанность задавать вопрос о том, какие расходы готов нести клиент, потому что клиент всегда хочет исключительно заработать. Любой профучастник дает клиенту декларацию о рисках, где есть фраза «декларация о рисках мне объяснена сотрудниками профучастника, мне понятна и мною подписана». Это как раз ответ на вопрос, сколько он готов потерять.

При определении инвестиционного профиля учредителя управления требуется, чтобы он указывал количество иждивенцев на его содержании. Каким образом связаны количество иждивенцев и аппетит инвестора к риску?

**Алексей Тимофеев.** То есть вы поддерживаете идею, чтобы в инвестиционном профиле была указана конкретная цифра потерь, — например, не больше 20%. Тот же спикер. В грубом приближении, наверно, да. Либо цифра, либо разброс. **Александр Баранов.** Это более правильно. Предельная цифра — это действительно гарантии. Выбирая инвестиционный профиль, портфельный управляющий будет в первую очередь оценивать активы из этого портфеля. А если мы зададим возможные потери в размере 20%, это на самом деле будет не формирование портфеля с заданным уровнем риска, — это управляющие будут должны реализовывать контрольный риск бюджета. И если по каким-то причинам риск-бюджет в объеме 20% потерь по определенному клиенту

начнет подходить к концу, тогда надо будет менять вообще инвестиционный профиль портфеля. Если уже не осталось запаса, тогда надо резко сокращать риск портфеля. А если мы изначально с клиентом договорились, что риск портфеля будет такой-то, и реализуется сценарий, который был заложен изначально, то считается ли, что портфель стал другим?

На мой взгляд, должен быть задан разброс, а не конкретная цифра. **Денис Соловьев.** Когда вы делаете композицию портфеля, то соотношение риск-доход пересчитывается для всего портфеля в целом. Если управляющий включает новый инструмент, то соотношение риск-доход по всему портфелю меняется.

Соотношение риск-доход — это счетная величина.

Если вы ставите фиксированную величину, то тем самым обещаете клиенту, что потери не могут быть меньше, чем 20%. Это гарантия, которую вы даете клиенту. Если она выше, чем математически ожидаемая величина потерь по какому-то портфелю (например, математически ожидаемая величина 30%, а вы даете гарантию, что не больше 20%), то 10% вы должны каким-то образом клиенту компенсировать. Вот и все. Не надо ходить далеко от математики. Иначе клиента можно ввести в заблуждение, а управляющий не будет знать, как ему формировать портфель.

**Алексей Тимофеев.** Саша, я хочу, чтобы ты уточнил. Вопрос такой: ждет ли Центральный банк, что в документе будут цифровые значения? И какого рода. Они могут быть выражены-

ми в сложной форме, несколькими цифрами.

НАУФОР как будто бы договорился с Центральным банком, что в документе точно появится оговорка «при нормальных рыночных условиях». Оценка будет проводиться с точки зрения нормальных рыночных условий. Не все рыночные условия, в том числе ненормальные, являются форс-мажором.

Поэтому когда Саша [Арефьев] говорил, что снятие ответственности непременно нужно называть форс-мажором, — то, наверно, это не так, если в положении будут оговорки вроде той, которую я упомянул.

Мой вопрос все-таки такой — требуется ли цифра? несколько цифр? абсолютные или относительные цифры?

Вот Центральный банк приходит на проверку к управляющему и не находит в инвестиционном профиле клиента цифр. Как он к этому будет относиться?

**Александр Арефьев.** Когда мы прописывали риски, то добавили некую фразу касательно цифры. После «определить доходность от доверительного управления <...>, а также если клиент не является квалифицированным инвестором, возможный убыток, который способен нести этот клиент, в случае реализации рисков», дальше добавлена фраза «которые стороны могут разумно предвидеть при заключении договора доверительного управления». То есть при заключении договора о доверительном управлении уже имеется какая-то картина существующего рынка и рисков.

Я понимаю, фраза очень абстрактная и расплывчатая. Она дает только представление о том, что стороны понимают, что в существующее время есть определенные риски и инструменты дают определенную доходность. Цифры, конечно, можно оговаривать с клиентом, если он вас поймет.

Эта норма дает мало конкретики, но она, по крайней мере, дает представле-

ние о том, что цифра, которая закрепляется в инвестиционном профиле, неточная. Норма говорит о том, что есть некий риск, и он может быть таким при текущей ситуации.

**Реплика из зала.** Можно я скажу по поводу «цифра или не цифра»?

Меня очень настораживает попытка внести в инвестиционный профиль клиента вероятностные характеристики, потому что любая вероятностная характеристика оценивает будущее возможное поведение.

Когда ситуация сложилась, ни о какой вероятности мы говорить не можем.

И даже если я говорю клиенту, что с вероятностью 95% его доход составит 20%, а потом случилось так, что он потерял все 100% своих вложений, то я не могу ему доказать, что это событие произошло с вероятностью одна десяти-миллионная. Но всегда существует та вероятность, которая может быть оценена по факту совершившегося события.

Мы не можем оценить вероятность. Любая попытка ввести эти характеристики в инвестиционный профиль клиента лишит нас возможности доказательств того, что реализовался неопределенный риск. То есть мы не можем оценить вероятность. Потом будут разговоры ни о чем. Поэтому, мне кажется, что любые характеристики, которые мы вводим в инвестиционный профиль клиента, должны быть прописаны с четкой цифрой процента. А про вероятностные характеристики мы можем ему рассказывать. Но оперировать потом этими характеристиками для доказательства своего добросовестного отношения мы не можем.

### **Что делать с кредитным риском**

**Вопрос из зала.** Вопрос по поводу появления кредитного риска. На наш взгляд, здесь есть две стороны. С одной стороны, в силу закона предполагается устанавливать ограничения в

договоре для действий управляющих. Если ограничений нет и декларация стандартная, разработанная на базе действующего законодательства, то на наш взгляд, определять изначально кредитный риск эмитента как непреодолимую силу, наверно, было бы неправильно. На то он и управляющий, у него есть лицензия, он профессионал, и он должен осуществлять риск-менеджмент в отношении финансовых инструментов, которые приобретаются в портфеле.

Но с другой стороны, опять же при стандартной (расширительной) декларации управляющий должен доказывать как раз эту позицию. А у нас есть инве-

Наличие бумаги в котировальном списке А1 может свидетельствовать об уровне корпоративного управления, ликвидности, но никак не о необходимом уровне кредитного риска этого эмитента.

О кредитном риске может свидетельствовать только наличие кредитного рейтинга у эмитента.

стиционные декларации, содержащие ограничения на перечень эмитентов. Это допускается указать в инвестиционной декларации. Эта инициатива идет от клиента. Есть требования минимальной доли того или иного инструмента в портфеле.

Здесь, нам кажется, все-таки риск должен распределяться между клиентом и управляющим, потому что эти ограничения вызваны потребностью и пожеланием учредителя управления. И вот здесь нельзя полностью перекладывать кредитный риск только на управляющего (потому что указан перечень эмитентов, указана минимальная доля бумаг в портфеле). Наверно, должно быть какое-то перераспределение ответственности за кредитный риск таких эмитентов. То есть здесь две стороны — с точки зрения

абсолютной свободы управляющего и ограниченной свободы, которая предусмотрена в инвестиционной декларации.

Второй момент — в отношении инвестиционного профиля. В проекте, с которым мы ознакомились, совершенно пропал выгодоприобретатель. Как вы думаете, не требуется ли при формировании инвестиционного профиля, если в договоре указывается выгодоприобретатель, отличный от учредителя управления, учитывать какие-то ожидания выгодоприобретателя или риски, которые выгодоприобретатель может понести? Здесь он пропал совершенно, а ведь договор, который подразумевает наличие иного выгодоприобретате-

ля, — это договор, который должен приносить ему выгоду. Должны ли здесь учитываться интересы выгодоприобретателя? потому что результат получит выгодоприобретатель, а не учредитель управления.

И раз уж мы заговорили про выгодоприобретателя, наш Гражданский кодекс одним из многих правомочий выгодоприобретателя указывает право получения отчета. В проекте предусмотрена обязанность предоставить отчет только клиенту. Исключение упоминания выгодоприобретателя — это сознательная позиция в положении или были какие-то причины оставить это положение только в рамках Гражданского кодекса?

**Ольга Шишляникова.** Мы считаем, что кредитный риск, безусловно, должен делиться с клиентом и даже должен быть





более переложен на клиента. Как профучастник будет доказывать, что он предпринял все необходимые действия? Это тяжело, особенно в нынешней ситуации.

Буквально недавно объявила дефолт по своим бондам третья компания в России — имеющая крупнейшего акционера, ее облигации были включены в котировальный список высшего уровня. Бумаги были исключены из списка уже по факту.

**Александр Артыухин.** Мы в свое время обсуждали, что наличие бумаги в котировальном списке А1 может свидетельствовать об уровне корпоративного управления, ликвидности, но никак не о необходимом уровне кредитного риска этого эмитента.

О кредитном риске может свидетельствовать только наличие кредитного рейтинга у эмитента.

Соответственно, сейчас мы пытаемся обсудить момент, должен ли управляющий контролировать риск и его ли эта зона ответственности. Естественно, это зона его. Вопрос — какими средствами? Предположить, что каждый доверительный управляющий привлечет штат аналитиков, которые будут на постоянной основе мониторить долговые нагрузки всех возможных эмитентов в России и за рубежом? Это из области фантастики. Весь мир уже выдумал, как контролировать кредитные риски — есть специальные рейтинговые агентства.

На мой взгляд, если в договоре стоят ограничения на кредитный рейтинг эмитентов, если в момент приобретения в портфель их бумаги имели соответствующие рейтинги, и если управляющий за этими рейтингами смотрел, а впоследствии, когда рейтинг был понижен, уже не смог эти бумаги продать, то, на мой взгляд, это будет свидетельством того, что управляющий с должной заботливостью и добросовестностью относился к контролю кредитного риска. Вот если управляющий приобрел бумагу,

которая не имеет кредитного рейтинга, тогда ему придется доказывать, что он провел некую работу по внутренней оценке, и этот кредитный риск в момент приобретения соответствовал инвестиционному профилю.

Не знаю, надо ли это закреплять в положении или просто дать какой-то посыл судебным органам. Но коль скоро у нас есть кредитные рейтинги, которые установлены специализированными рейтинговыми агентствами, то соблюдение ограничений по декларации в отношении этих рейтингов, на мой взгляд, является проявлением добросовестности доверительного управляющего.

Что касается гарантированной доходности и риск-профиля, я соглашусь с предыдущими ораторами. Запрещать не надо. Кто хочет, пускай дает гарантии, но тогда это должно быть очень четко связано с собственным капиталом компании. Иного источника для покрытия нет. Если компания может себе это позволить, пускай гарантирует.

Возвращаясь к вопросу инвестиционного профиля и соотношения риск-доходность, скажу, что, по моему мнению, жесткая цифра — не лучший вариант. Может быть, клиенту следует изложить в профиле, что с такой-то вероятностью потеря будет столько-то, с такой-то вероятностью — столько-то, чтобы он видел, что чем больше потеря, тем меньше вероятность этих потерь.

### **Управляющим предстоит стать любопытнее**

**Вопрос из зала.** Список информации, которую нам рекомендуют получить от клиента, достаточно велик. При этом пункт 1.6 говорит, что если клиент отказывается представить такую информацию, то управляющий не осуществляет доверительное управление. Мы все привыкли к тому, что если получаем от клиента какие-то сведения, то должны их регулярно обновлять и несем ответственность за правильность сведений,

которые клиент предоставил. Вот клиент мне сказал, что у него 20 иждивенцев, а у него их 30. Я не могу это проверить. Как это доказать? Кто мне это скажет? А что у клиента случится через месяц? У него изменился уровень дохода, у него изменилось количество иждивенцев. Он ли должен мне об этом сообщать — или я сама должна у него спрашивать? Должна ли я требовать доказательств?

**Реплика из зала.** Вы вообще не обязаны проверять.

**Предыдущий оратор.** Тогда получается, эта информация не имеет смысла. Может быть, позволить управляющему управлять деньгами клиента, когда клиент не предоставил такие сведения? И в этом случае управляющий не несет ответственность за риск. Клиент может предъявить управляющему претензии за то, что тот недобросовестно выполнял свои функции и клиент потерял деньги. Но если клиент нам не предоставил эти сведения и мы не смогли по этой причине правильно выстроить его инвестиционную стратегию, тогда мы не должны нести за это ответственность.

**Вопрос из зала.** Мне кажется, есть небольшая юридическая коллизия в том, что клиент не несет ответственности за достоверность информации. И надо быть реалистами — ни один из клиентов не даст достоверную информацию по этим вопросам.

И просьба к этому документу: побольше четкости. Что такое «сведения о знаниях физлица в области инвестирования»? Наверное, Банк России имеет в виду знания в области ценных бумаг. У меня есть 10 миллионов рублей и я купил две однокомнатные квартиры. Это ведь тоже инвестирование? Наверно, нужен опыт именно на финансовом рынке: с какого года человек заключал договоры на брокерское обслуживание в области управления ценными бумагами. У кого-то на доверительном управлении — два клиента, у кого-то 22, у кого-то — 122. В течение нескольких месяцев управляющим нужно

будет привести свою деятельность в соответствие с этим положением. Но к сожалению, очень мало нормативных документов.

**Вопрос из зала.** Я тоже хочу сказать про четкость формулировок. Это касается не только этого проекта, но и других. Регулирование достаточно строгое, а формулировки неясные. Абсолютно присоединяюсь.

И вопросы отпугнут абсолютное большинство клиентов, — не 50%, а большинство. С них таких сведений даже госорганы не требуют. Есть еще и вторая сторона вопроса — как на-

[Любой управляющий разговаривает со своим клиентом на профессиональном языке и видит его человеком изначально образованным и имеющим все навыки математического анализа и математической статистики. Как человека, который приходит и заключает договор, четко ориентируясь на математические риск-параметры. А вот Банк России зачастую имеет дело с иными видами граждан.](#)

писать. Это профанация, потому что дальше идет формулировка «никто не обязан проверять достоверность». Если никто не обязан проверять достоверность данных, [то] зачем их сообщать?

**Ольга Шишлянникова.** Для определения инвестиционного профиля. Если клиент хочет врать, то это остается на его совести.

**Реплика из зала.** На нас и так уже возложили функции контролирующих органов. Давайте теперь возьмем на себя функции заботиться о том, правильно ли клиент оценил свои инвестиции, может ли он прокормить семью.

**Ольга Шишлянникова.** На вас не возлагают ответственность за это.

**Реплика из зала.** Зачем мы будем узнавать, сколько у клиента иждивенцев, какие у него доходы-расходы?

Нам очень сложно работать в таком законодательстве.

**Василий Илларионов.** Пункт 1.3, про который все говорят, не имеет никакого отношения к мировой практике. То, что одно или два стандартных отклонения [актива от рыночной цены] можно измерить, еще не говорит о том, что в случае исключительных событий нельзя потерять 100% стоимости по любому активу. Чтобы защититься от рисков, выдавая гарантии клиенту, с которыми он [в случае потери активов] пойдет в суд, мы будем писать [в инвестиционной декларации], что он может потерять до

100% активов, даже если он инвестирует в консервативные активы.

И еще одно. Когда управляющий по какой-либо стратегии фиксирует с клиентом некие разумные показатели доходности и ожидаемого риска, надо — это абсолютно точно — уйти от конкретных цифр.

**Вопрос.** Разрешать ли осуществлять ДУ или нет, если клиент отказался предоставлять информацию?

**Александр Арефьев.** На самом деле это стандартная схема, мы даже не особо о ней задумывались, списали с MIFID и не очень понимаем, почему это неправильно. Управляющий должен выявить интерес клиента, чтобы начать управлять в его интересах и проявлять тем самым должную заботливость. Если он не может определить этот интерес, то и не надо управлять. [Получается, что] я

не знаю, зачем нужно клиенту доверительное вправление, но все равно оказываю ему эту услугу.

**Вопрос.** То есть договор есть, но в рамках договора управление не осуществляется?

**Александр Арефьев.** На самом деле мы не определяем юридическую составляющую. Вы можете просто не заключать договор. Мы как регулятор не можем вмешиваться в ваши договорные условия. Весь вопрос заключается в следующем. Есть правило, что я не управляю активами, если не знаю, чего от меня хочет клиент. Дальше уже вы делаете вывод, что такое договор доверительного управления, реальный он или концептуальный. Если реальный, значит, заключен с момента передачи имущества. Значит, вы не принимаете имущество, значит, вы не заключаете договор, значит, вы не управляете активами. Вот о чем речь.

**Вопрос.** Есть закон о государственной службе, обязывающий государственных служащих передавать свои активы в доверительное управление. Я неоднократно сталкивался с ситуацией, когда приходит клиент и говорит: «Я обязан передать [активы] в доверительное управление, но оно мне не нужно, поэтому я хочу получить эту услугу за 500 рублей, но при этом вы ни одной бумаги, которые я вам передам, не трогайте». Возникает ситуация, когда сейчас такая услуга возможна, но при этом как трактовать ее с точки зрения инвестиционной декларации? Подгонять госчиновника под то, что он никакой информации не дает, поэтому я его средствами не управляю? Или другим образом выходить из сложившейся ситуации? Таких клиентов не так много, но если ситуация возникает, то есть требование законодательства, с одной стороны, и абсолютное нежелание клиента менять свои активы, с другой стороны.

**Александр Арефьев.** У нас по этому поводу есть пункт 1.1. Этот случай не входит в зону нашего положения. Являясь

профессиональной деятельностью, это не требует лицензии на сегодняшний день. Любой гражданин может быть управляющим, просто осуществлять права голоса по ценным бумагам без права распоряжения ими. А лицензия дает право распоряжаться ценными бумагами.

Что касается риск-профиля и цифр по нему. Очень много вопросов по этой теме. Я понимаю, что любой управляющий разговаривает со своим клиентом на профессиональном языке и видит его человеком изначально образованным и имеющим все навыки математического анализа и математической статистики. Как человека, который приходит и заключает договор, четко ориентируясь на математические риск-параметры. А вот Банк России зачастую имеет дело с иными видами граждан. Это, например, человек, который всю жизнь видел отбойный молоток, шахту и уголь, заработал денег и решил отнести их форекс, и через два месяца у него денег не стало. Он написал письмо Владимиру Владимировичу Путину. Потом он понес деньги доверительному управляющему. А управляющий предлагает ему построить нормальное распределение и при такой-то процентной выборке попасть в такую-то зону убытков. При таком раскладе клиент будет рад сказать, что если вы берете в управление мои деньги, то я хочу 20% годовых.

Есть разные виды клиентов. Одним клиентам можно показать на графике, что получается в результате. А есть клиенты, которые этого не понимают и пишут нам, что все вокруг шарлатаны. При этом он пишет, что у него 20 человек на иждивении, что он единственный в семье зарабатывает деньги. Кстати, вопросы, которые нужно задавать клиенту, мы не сами придумали, мы их вытащили из MIFID и комментариев к нему.

MIFID говорит о том, что когда выясняется suitability клиента, нужно задать вопрос о знаниях относительно того,

куда он вкладывает свои инвестиции, и его способности нести финансовый риск. То есть, какие у человека доходы и расходы и есть ли какие-то обременительные затраты.

Я понимаю, что MIFID — это общеевропейская директива, и в каждой юрисдикции существуют свои правила. Например, швейцарцы очень жесткие в этом плане, а Британия и Ирландия очень либеральны. Я готов согласиться, что есть клиенты, которые четко понимают, чего они хотят, и задавать им такие вопросы неэтично. Но есть клиенты, которые не понимают, зачем они вообще пришли к управляющему и чего хотят. Именно с ними мы обычно и имеем дело.

Теперь вернемся к математике. Среднеквадратическое отклонение — далеко не единственный параметр оценки волатильности портфеля. Статистика — вещь весьма опасная. Если берется очень большой горизонт, то возникает эффект запаздывания. И тогда встает вопрос, какой брать период. Например, 30-дневный — чтобы сделать выборку наиболее чувствительной к сегодняшним дням, — или 10-летний? Сегодняшние факторы риска мы никогда не заложим в эту модель, потому что они будут сглажены за счет очень длинного хвоста.

Центробанк на самом деле не хотел затрагивать рыночные модели управления рисками. Но если клиент по данным, которые он предоставил, не готов терять больше 20%, и даже если при 15% потерь клиент посчитает, что убыток был необоснованным, управляющим все равно придется доказать, что это произошло вследствие непреодолимой силы.

Дело в том, что риск-профиль говорит о другом — ЦБ не хочет навязывать рынку состав и структуру активов. То есть когда вы берете активы, эта процедура должна быть завязана на ту доходность и тот риск, который вам продиктовал клиент. Рыночный риск действительно сегод-

ня может быть один, завтра другой. Соответственно, риск может возрасти или уменьшиться. Но если мы изначально говорим о том, что клиент не может нести риск более 20%, то подбирайте ему такие активы, которые позволят ему нести именно такой риск и такую доходность, которую он вам заказал. Именно в этом и состоит регулирование обсуждаемого акта.

Регулятор не хочет загонять участников рынка в ненужные рамки. Мы не хотим диктовать правила, не хотим навязывать инструменты. Ориентируйтесь на конкретные параметры — риск-доходность. В противном случае мы возвращаемся к предыдущему регулированию, которое, как тут было правильно подмечено, местами было просто смешным.

### **Если клиент стал более квалифицированным**

**Вопрос из зала.** А можно ли поменять профиль?

Интересный вопрос, он действительно не рассматривался, и надо о нем подумать. Если клиент развился, образовался, стал более квалифицированным, то, наверно, в этом случае ориентироваться на его предыдущий риск-профиль было бы неправильно. Действительно имеет смысл рассмотреть вопрос относительно изменений риск-профиля.

**Ольга Шишлянникова.** Мне кажется, это больше был вопрос про декларацию, а не про риск-профиль. Может ли измениться декларация независимо от того, изменился профиль или нет, в связи с тем, что изменились условия. Так?

**Александр Арефьев.** На этот вопрос достаточно легко ответить: а хочет ли клиент менять стратегию? Хочет ли клиент оставаться в прежней стратегии, имея свой инвестиционный профиль? Если у вас есть стратегия, то она ограничена договором, и ваши действия никак не могут выйти за пределы этой стратегии. Вы обязаны

клиента уведомить: «стратегия, по которой мы сегодня управляем, не соответствует вашему профилю риска». А если клиент все равно хочет остаться в этой стратегии и хочет, чтоб его риск-профиль был пересмотрен? Такая ситуация возможна. Тогда все остальные вопросы уже решены управляющим. В этом случае управляющий должен все-таки либо изменить стратегию, либо, как правильно было сказано, закрыть счет. И пусть клиент довольствуется тем, что он уже заработал, потому что дальше он не может находиться в этой стратегии.

Мы не сможем вам подложить никакую пилулю на уровне подзаконного регулирования. Мне кажется, что мы сейчас начинаем рассматривать вопросы, которые надо решать на уровне законодателя. Потому что закон нас поставил в следующие условия. Вне зависимости от того, что написано в договоре, управляющий несет ответственность за непроявление должной заботы. И встает вопрос, что договор ограничил управляющего таким образом, что он либо договор нарушает, либо заботливость не проявляет. Участники рынка уже поставлены в эти условия законом. Эту проблему не получится решить путем дискуссии регулятора с рынком. Для того чтобы сложилась нормальная правоприменительная практика, управляющему как минимум нужно выйти на диалог с клиентом. Уведомить клиента, что при исполнении договора таким образом, как он сформулирован в настоящее время, клиент несет большие риски, чем те, которые были заложены в его интересах, о которых управляющий должен проявлять заботливость. И дальше клиент должен что-то управляющему ответить. Либо он должен потребовать изменения договора, либо его прекращения. В любом случае вы клиента уведомили. У вас будет с чем идти в суд. Управляющий несет от-

ветственность, если не докажет, что, во-первых, есть обстоятельства непреодолимой силы, во-вторых, были какие-то действия учредителя управления.

### **Расплывчатость формулировок как недостаток**

**Алексей Тимофеев.** Представим: Центральный банк приходит на проверку в компанию, обнаруживает какое-то описание, которое в отсутствие более ясных указаний управляющий счел возможным использовать в инвестиционном профиле. Если Центральный банк при проверке найдет в договоре не цифру, а несколько цифр или уравнения, то он как к этому отнесется?

**Александр Арефьев.** Можно я еще раз попробую проанализировать, что такое риск, доходность и инвестиционный горизонт?

Эти три параметра, которые берутся во внимание, чтобы определить состав и структуру активов и стратегию управления. То есть я должен построить свою стратегию управления таким образом и таким образом определить класс активов, куда я буду инвестировать, чтобы они вписывались в эти коридоры. При этом мы допускаем, что при определенных ситуациях, которые стороны не могут разумно предвидеть, параметры портфеля могут выходить за рамки определенного коридора. А принятие решения при инвестировании должно выстраивать, ориентируясь на этот коридор. Мы тоже не хотим давать управляющему специальных формул, как его считать и определять. Мы этот вопрос тоже обсуждали, смотрели различные *wag*-портфели. Но когда стали разбирать *wag*-модель оценки опционных контрактов, то поняли, что это будет большая книжка с математикой, которую нам не хочется давать, потому что, может быть, есть и иные способы оценки тех или иных рисков. Более того, мы сейчас упустили описание риска какого-нибудь инструмента, и он никогда не войдет в



состав портфеля, потому что нет нормативно закрепленного параметра расчета этого риска.

Так, например, сегодня сложилось в знаменитом документе 09-45 пз/н, где мы не знаем, как считать риски по фьючерсу на портфель облигаций. Нет такого параметра, и в результате фьючерс не может входить в активы ни ПИФов, ни НПФов. Если мы хотим пойти по этому пути, то можем это сделать. Но потом придется постоянно модифицировать документ с запаздыванием при появлении новых инструментов. Мы хотели избежать этой практики.

**Ольга Шишляникова.** Можно я резюмирую ответ? Саша так и не дал ответа про цифру, молодец.

**Алексей Тимофеев.** Я думаю, что Саша хотел сказать «нет, не должна быть».

**Ольга Шишляникова.** Мы слышали про расплывчатость формулировок в качестве недостатка. Расплывчатость формулировок как раз обусловлена тем, что ЦБ не хотел создавать управляющим жесткие рамки. У этого подхода есть как плюс, так и минус. И нам всем надо определиться с тем, в чем больше плюсов или минусов. Плюс заключается в том, что вы вольны определять, какой подход используете. А минус в том, что это всегда субъективная точка зрения, и такая же субъективная точка зрения может быть у проверяющего. Конечно, мы не скажем вам, достаточно цифры или нет, потому что это будет ясно, если мы напишем, что этот показатель должен выражаться цифрой. Тогда для всех будет понятно и однозначно, что здесь должна стоять цифра.

А если ЦБ не написал цифру, это означает, что сегодня подготовлено регулирование, а завтра к управляющему пришел ГИБР с проверкой. Была субъективная точка зрения, что здесь не обязательна цифра — либо, наоборот, думали, что должна быть только цифра. А субъективная точка зрения сотрудника ГИБРа отлична от той, которую мы сей-

час исповедуем и от той, которую будете исповедовать вы. Другого ответа от нас сегодня вы, к сожалению, не получите.

**Вопрос.** Написано, что мы обязаны в течение шести месяцев привести действующие договоры [в соответствие]. Как быть с ними?

**Александр Арефьев.** Хорошо, давайте подумаем, как переписать переходное положение, потому что речь идет о деятельности, а не о договорах. Нужно привести деятельность в соответствие. Это означает, что новые договоры управляющие будут заключать именно так. А вот что делать со старыми, это хороший вопрос, давайте подумаем.

Просто есть правило, что закон обратной силы не имеет, нормативный акт — тоже. Договор, заключенный до [вступления положения в силу], действует в том виде, в котором был заключен. Реплика из зала. Я не увидела в документе упоминания производных инструментов. Тут написано «ценными бумагами и денежными средствами».

**Ольга Шишляникова.** Коллеги, мы как раз хотели избежать конкретизации в отношении объектов, потому что именно это вызывало массу нареканий к нынешнему регулированию.

Давайте определимся. Есть два разных регулирования. Первое регулирование — это то, которое прописано в документе 07-37, где регулятор детализированно говорит: «вот это можно, вот это нельзя». Насколько я понимаю, все из вас уже «насладились» тем регулированием, которое было задано документом 07-37, потому что эта конкретика была одна из основных претензий, которые высказывались в отношении регулирования ФСФР. Мы сейчас попытались изменить подход. Новый подход заключается в том, что ЦБ устанавливает основные требования к тому, что должны сделать профучастники, а дальше профучастники должны сами определять и сами брать на себя риски и ответственность, связанные с тем, как они управляют.

Я понимаю, откуда у некоторых участников возникает испуг. Потому что в данном случае ответственность с плеч регулятора больше перекладывается на профучастника. И с одной стороны, их это, наверно, радует, потому что развязывает руки, а с другой стороны, действительно увеличивает их ответственность. Соответственно, надо выбрать, что же больше смущает — жесткие ограничения в регулировании деятельности, либо увеличение ответственности.

И исходя из этого, предъявлять регулятору претензии или пожелания.

У некоторых участников возникает испуг. Потому что в данном случае ответственность с плеч регулятора больше перекладывается на профучастника. И с одной стороны, их это, наверно, радует, потому что развязывает руки, а с другой стороны, действительно увеличивает их ответственность. Соответственно, надо выбрать, что же больше смущает — жесткие ограничения в регулировании деятельности, либо увеличение ответственности.

Соответственно, если сейчас доходности нет в нормативном акте, значит, эту доходность вы будете определять либо какими-то своими внутренними документами, либо договором. Раз ЦБ к этому никаких требований не предъявляет, профучастники вольны делать то, что хотят.

Коллеги, проект нормативного акта не появляется ниоткуда. Он основывается на нормах законодательства. К созданию или к счастью, статья 5 закона о рынке ценных бумаг сформулирована именно таким образом: «доверительное управление ценными бумагами и денежными средствами, предназначенными для инвестирования в ценные бумаги».

**Александр Арефьев.** Алексей поднимал вопрос производно-финансовых инструментов, когда на одного клиента [заключается] один договор. Видимо, этот

вопрос никого не смущает. Поэтому, Алексей, скорее всего, это только ваш вопрос.

**Шум в зале.** Смущает!

**Александр Арефьев.** Есть объекты управления, есть действия, связанные с доверительным управлением. Давайте эти вещи разделять. И производный финансовый инструмент никогда объектом не был и не будет. Потому что это договор. Он определен как договор и соответственно, относится к этой плоскости. В законе он прямо разрешен, и упоминать его в дальнейшем смысла не

имеет. Потому что как только мы начнем упоминать, сразу встанет вопрос, а можно ли заключать сделки репо, а можно ли валюту покупать. Мы не решаем данным документом, что может или чего не может делать управляющий. Мы говорим только о том, какой результат должен быть у этих всех действий. А пока мы еще дискутируем, я еще не очень понимаю, к какому конечному выводу мы пришли.

**Алексей Тимофеев.** Я буду чувствовать себя обманутым, если мы не получим ответа по поводу одного производного инструмента для нескольких клиентов. Почему нельзя этого делать?

**Александр Арефьев.** Здесь очень простая логика. Любой производный финансовый инструмент подразумевает, что будет так называемое маржирование инструмента. Маржируется, как правило, не один инструмент, а весь портфель.

Если я смешал инструменты физлиц и юрлиц и, скажем так, напил их в хаотической последовательности между различными юридическими и физическими лицами, то каким образом вариационная маржа будет распределяться по этим портфелям? Здесь как раз возникает темная территория, когда управляющий может сделать как угодно, и нет никаких механизмов проверить, что это было распределено справедливо.

Само по себе маржирование происходит в рамках клиринга. Когда маржируют все инструменты, весь портфель, то клиринг дает некое представление о том, каким образом пошла вариационная маржа. Уже на этом этапе будет сложно распределить ее по портфелям различных клиентов.

А если каждый договор распилить между несколькими участниками в каждом инструменте, то это будет в принципе невозможно. Если профессиональные участники предложат механизм, который реально будет возможно отследить, понять, как он работает, если механика распределения вариационной маржи по портфелям будет справедлива и понятна, тогда мы обсудим, как это можно сделать, и встроим в нормативный акт механизм распределения маржи. Что касается сделки купли-продажи, то в документе просто написано, что цена одна для всех. А с вариационной маржой не очень понятно, как это будет работать. Поэтому если есть механизм, есть предложения, то давайте их рассмотрим и впишем.

Давайте я сейчас вернусь к вопросам, которые были поставлены ранее. Это, например, куда исчез выгодоприобретатель. С выгодоприобретателем все просто. ГК устанавливает ответственность возмещать выгодоприобретателю упущенную выгоду. Соответственно, учредителю управления — убытки плюс упущенную выгоду. Выгодоприобретатель ничем не рискует. В пользу него что-то сделал учредитель управления. Выгодоприобретатель либо получит то,



что он хотел, либо нет. Для него более важны инвестиционные цели, нежели риск, потому что он будет сопоставлять различные возможные действия управляющего в рамках стратегии. С выгодоприобретателем проблем, на мой взгляд, будет меньше, соответственно писать лишний текст – это только усложнить регулирование, нежели добавить в него какой-то плюс.

С кредитным риском до сих пор не понял. Управляющий, конечно же, должен управлять кредитным риском. Весь вопрос заключается в том, что управляющий несет ответственность за кредитный риск, если не докажет, что нечто произошло вследствие непреодолимой силы. Вопрос заключается в том,

доказывает ли управляющий — или не должен доказывать, сняв с себя предъявление доказательств договором. Вот в чем был мой вопрос. Насколько я понял, все приходят к выводу, что поскольку он управляет риском, значит, все-таки будет доказывать. Если есть другие мнения, можно высказать.

По поводу отчетности выгодоприобретателю или учредителю управления. Для этого существует договор, там определяются стороны. Обычно договор заключается учредителем управления, и поэтому [отчетность направляется] ему в соответствии с договором, определенным образом, в определенном порядке.

Насчет разрешения гарантий доходности очень хороший вопрос. Потому

что в проекте этого момента нет. Поговорив с НАУФОР, мы запретили вопрос гарантий. В текущей редакции текста у нас есть запрет на предоставление гарантий. Есть точка зрения относительно того, что надо все-таки вернуть [гарантии] назад. Алексей, что вы можете по этому поводу сказать?

**Алексей Тимофеев.** Когда мы хотели сказать о запрете гарантий, то хотели найти способ ограничить ответственность в том случае, если в инвестиционном профиле обозначена цифра. Мы хотели сказать, что это не означает гарантий, что гарантии — это другое. Гарантия должна быть прямо выражена в договоре. И наверное, она должна соответствовать (или в какой-то степени соответство-

вать) инвестиционному профилю. Для нас это вопрос дискуссионный, и я сам его ставил в начале сегодняшней встречи. Я вижу возможность отказаться от запрета. Я думаю, что гарантию нужно позволить давать управляющим.

Другое дело, что нам по-прежнему будет нужна эффективная юридическая формулировка, которая правильно обозначает роль цифры в инвестиционном профиле, — что цифра не означает гарантию, она не предпрещает спор в суде в пользу клиента. И мы будем искать эту формулировку.

**Александр Арефьев.** Давайте вернемся к риск-профилю клиента. Несет ли управляющий ответственность за сведения, предоставленные клиентом. Мы написали, что управляющий не обязан проверять эту информацию. Ему эта информация нужна для того, чтобы выявить интерес выгодоприобретателя, то бишь учредителя управления. Профиль составляется, чтобы выявить затем ответственность управляющего, если эти интересы будут нарушены. Эти интересы сидят вне договора. Договор доверительного управления разрешает делать доверительному управляющему все, кроме тех действий, которые ограничены договором доверительного управления. Поэтому вопрос «что такое интерес выгодоприобретателя? что такое интерес учредителя управления?» стоит на первом плане. Если клиент предоставил неправильную информацию и на этом основании будет составлено неверное представление о его интересе, то как раз возникает норма, которая говорит, что «управляющий несет ответственность, если не докажет, что убытки были причинены в силу обстоятельств непреодолимой силы или же действий учредителя управления».

Что касается того, как напугать клиента, задав ему провокационный вопрос о том, откуда у него доходы, то это можно убрать. Но тогда это надо заменить чем-то еще. Каким образом управ-

ляющий будет объяснять, например, что заключил договор с пенсионером 80 лет и положил ему в портфель 40-летние ГСО без погашения? Каким образом он рассчитывал на то, что пенсионер воспользуется всеми лагами погашения этой облигации?

Есть много разных вопросов, которые остаются без ответа, [в том числе] и так называемое разумное поведение управляющего при оказании услуг клиенту. Если говорить о зарубежной практике, то при определении разумного поведения управляющего он должен учитывать все эти обстоятельства и факты. Есть соответствующие разъяснения FSA на эту тему. Несмотря на то, что Англия очень либеральная страна, многие жалуются, что управляющие не соблюдают правила составления инвестиционного профиля клиента и предлагают то, к чему клиент не готов.

Теперь о векселях. И у ФСФР, и у Банка России к этому инструменту весьма предвзятое отношение. Мы не очень собираемся развивать этот рынок и предлагать его клиентам через доверительное управление — с теми рисками, которые он на себе несет. Мы знаем, что есть брокеры, которые замечательно индоссировали простой вексель, получив солидарную ответственность вместе с векселедателем. И в результате неисполнения векселедателем своих обязательств брокеры попадали на очень крупную сумму. Если предлагать физическим лицам такой инструмент, а управляющий его потом кому-то индоссирует и будет нести с учредителем управления полную ответственность, то мы таких ситуаций не хотим.

Такие ситуации были еще во времена ФКЦБ, и уже тогда были жесткие запреты на помещение таких инструментов в портфель не только клиента, но и собственных средств. Мы не считаем этот инструмент инструментом фондового рынка, это инструмент товарно-денежных отношений, поэтому пусть он живет именно там.

**Вопрос из зала.** Скажите, пожалуйста, ЦБ так много хочет знать о физическом лице, а о клиенте - юридическом лице вообще ни слова не сказано. Дополнительные сведения по нему вам нужны?

**Александр Арефьев.** Не нужны. Иждивенцы юридического лица не очень интересны. Этот подход очень соприкасается с тем, что был применен в маржиналке. Юридическое лицо интересно только с той точки зрения, что нужно определить ему профиль, цели, толерантность к рискам. Но дело в том, что юридическое лицо — это всегда сильная сторона в договоре, вы здесь равны. С физическим лицом все гораздо сложнее.

**Вопрос из зала.** Правильно ли я понимаю — что не запрещено, то разрешено? А именно, разрешены сделки с заемными средствами клиентов. Допустим, облигации с плечом, акции с плечом.  
**Александр Арефьев.** Если вам брокер даст такое плечо, то конечно, возможны.  
**Вопрос из зала.** Что с недвижимостью делать? Мое предложение — целевой капитал убрать и решить локальную задачу.

**Александр Арефьев.** Нет, мы убирать это не хотели по одной простой причине. Во-первых, общие нормы управления ценными бумагами все-таки сформулированы в законе о рынке ценных бумаг. Никакого специального регулирования по поводу ценных бумаг в целевом капитале нет. Вопрос только в том, что они действительно расширены объектом управления активами. Более того, сейчас встанет вопрос, что есть СРО застройщиков, которых называют управляющей компанией, но при этом не написали, что они управляют активами на основании лицензии ПИФ и НПФ, на которые распространяются иные правила.

Нет, у нас существуют общие нормы управления ценными бумагами, они прописаны в законе о рынке ценных бумаг. Соответственно, они применяются



ся в полном объеме до тех пор, пока не работает какая-то специальная норма. Поэтому если в законе о целевом капитале существует специальная норма, то они и будут работать в рамках того специального закона.

Это ничего не исключает и не препятствует применять этот акт, потому что он никаким образом не противоречит закону о целевом капитале.

Да, закон предусматривает расчет стоимости чистых активов. Методика их расчета является единой, если иное

**Мы делаем революционные изменения — отказываемся от регулирования на основе правил в пользу регулирования на основе принципов. И если мы хотим действовать, как действуют управляющие вообще в мире, то мы должны идти по этому пути и преодолевать проблемы, которые неизбежны.**

не предусмотрено договором по закону о целевом капитале, и закон предусматривает, что происходит расчет СЧА, оценка по рыночной стоимости, которая применяется для целей налогообложения. Все это в документе прописано, соответственно, берутся специальные нормы и имплементируются. Не вижу здесь никаких проблем и противоречий. **Вопрос из зала.** А должны ли попасть в отчетность сведения о недвижимости? Могу ли я как доверительный управляющий приобретать объекты, которые к ценным бумагам не относятся? Управляющему следует ли в этом случае оценивать риск всего портфеля — или риск портфеля только ценных бумаг?

**Александр Арефьев.** Поймите, помимо того что существует этот нормативный акт, существует еще Гражданский кодекс. По нему вы попадаете под ответственность, и это не из акта ЦБ следует.

**Алексей Тимофеев.** Ответ — да, этот нормативный акт будет распространяться на управление целевым капиталом.

**Вопрос.** И в отчет доверительного управляющего данные о недвижимости надо включать?

**Алексей Тимофеев.** Да. Проверьте формулировки, которые могут конфликтовать с этими положениями. Скажите нам, мы их постараемся доработать, если такой конфликт возникает.

**Вопрос.** По поводу пункта 2.9. Написано, что права на ценные бумаги получает российский депозитарий и регистратор. А кто-то из клиентов хочет, чтобы в его портфеле были

иностранные ценные бумаги, не учитываемые в российском депозитарии. Соответственно, управляющий должен выйти на иностранную площадку через иностранного брокера. Известно, что иностранный брокер осуществляет и брокерские сделки, и учет ценных бумаг, у них эти две функции совмещены. Правильно ли я понимаю, что для того чтобы соблюсти пункт 2.9, после того, как я осуществляю покупку иностранных ценных бумаг, я даю поручение иностранному брокеру, он выводит бумаги через «Евроклир» в наш депозитарий, а потом точно так же обратно. Теряется два дня, управляющий не может подать поручение на вывод в течение двух дней. Это урегулировано правилами западных рынков, там участникам дается два дня после покупки акций. А у меня будет, по сути, нарушение того, что ценные бумаги должны учитываться в российском депозитарии, пока они дойдут через «Евроклир».

Ну и теряется оперативность. Так у меня есть возможность в моменте проводить какие-то операции. Сейчас пункт 2.5 лишает меня этой возможности.

**Александр Арефьев.** Не вижу здесь препятствий. Есть такое понятие, как деньги в пути, бумаги в пути. У вас происходит операция по счету номинального держателя, где открыт счет в вашем депозитарии «Евроклир», потом бумага по депозитарной учетной системе доходит до конечного пользователя и с этого момента она считается приобретенной, потому что право приобретателя приходит с момента внесения приходной записи. Вот она у вас появилась и учитывается здесь.

**Реплика.** Соответственно, я лишуюсь возможности осуществлять краткосрочные операции. После покупки мне надо будет тут же подавать поручение и отмечать у себя «бумаги в пути». Почему я не могу держать бумаги у иностранного брокера, который также осуществляет учет? И на основании его документов подавать отчетность своему депозитарию, вместо этой цепочки через «Евроклир». Может, просто надо какие-то критерии установить для иностранных брокеров?

**Александр Арефьев.** В том-то и дело, что они не устанавливаемы, эти критерии. Мы сейчас говорим об иностранном депозитарии, а во многих юрисдикциях он не определен как субъект права, его может и не быть. Например, учет прав на бумаги может осуществляться либо банком, либо брокером в рамках какого-то счета. Например, у них есть возможность учитывать на банковском счете ценные бумаги.

**Реплика.** Американский депозитарий и брокер действительно могут быть в одном лице, причем брокер должен соответствовать самым высоким критериям по размеру собственных средств. Неужели нет никакой возможности придумать норму, которая не заставляла бы меня выводить/отводить бумаги и терять четыре дня.

**Александр Арефьев.** Ну мы не можем только одних американских брокеров взять и описать.

**Алексей Тимофеев.** Суть вопроса, как я понимаю, состоит в том, можно ли вообще убрать такое ограничение.

Реплика из зала: Помните, у нас в свое время было ограничение для пенсионных резервов, когда приобретались государственные ценные бумаги, а их учет мог осуществлять только дилер. И российские спецдепозитарии делали у себя пометки, что в портфеле есть определенные ценные бумаги на основании документа, который представлял дилер государственных ценных бумаг. Может, и здесь то же самое сделать? Или сделать доступ в личный кабинет и дать права просмотра российского депозитария. Сейчас у каждого иностранного брокера есть такая услуга — личный кабинет с правом доступа и просмотра. Иначе мы делаем шаг назад.

**Александр Арефьев.** Нет, мы не делаем шаг назад. Долгое время было нормой, что иностранные бумаги могут быть в портфеле, если они ввезены на территорию Российской Федерации, где опять же депозитарный учет есть.

Мы подумаем над этим вопросом. У нас связь прав с учетом в основном базируется на защите прав по ценным бумагам, потому что вся депозитарно-учетная система рассчитана на то, что счета могут открываться только в тех депозитариях, которые работают в иностранных учетных системах. Мы хотели эту связь сохранить, чтобы ценные бумаги были защищены, и в случае расторжения договора клиент получил их сюда.

Мы еще раз подумаем, потому что другого варианта пока нет.

**Вопрос.** Можно ли давать клиенту дистанционное заключение договора?

**Ольга Шишляникова.** Мы будем над этим думать. Дистанционные заключения договоров — слышали. Мы, естественно, не будем это запрещать.

**Вопрос.** В пункте 2.5 последнее предложение гласит: «...стоимость объектов доверительного управления должна быть определена внутренними документами управляющего». Мы уже столкнулись с тем, что проверяющие из Центробанка под подобными формулировками понимают, что управляющий должен сам определять стоимость паев ЗПИФа и стоимость объектов ИСУ, не ссылаясь на спецдепозитарий и оценщика. Сотрудники Центробанка под этими словами понимают, что у управляющего должна быть своя собственная оценка и своя собственная методика оценки.

**Александр Арефьев.** Так оно и есть. Управляющий управляет объектами и, соответственно, принимает их к учету по определенной оценочной стоимости.

**Реплика.** По законодательству ИСУ определяется по той стоимости, которая определяется ... законодательством...

**Александр Арефьев.** Замечательно. Вы как раз эту стоимость возьмете себе в оценку, положите в свой внутренний документ.

**Ольга Шишляникова.** Я правильно поняла, что у вас есть методика оценки, в которой написано, что вы принимаете ИСУ к оценке...

**Реплика.** ...по законодательной норме.

**Ольга Шишляникова.** Не по законодательной норме. У вас должно быть написано в методике, каким образом вы принимаете ИСУ к оценке. У вас в методике написано, что вы принимаете ИСУ по оценке, которую дал спецдеп?

**Реплика.** Да. Другое не предусмотрено. А Центробанк от нас требует другую оценку.

**Ольга Шишляникова.** Я не услышала ответа. У вас в методике это четко зафиксировано, и проверяющий все равно...

**Реплика.** ...требует самостоятельно перепроверять оценку и доказывать, что она соответствует.

**Александр Арефьев.** Ну это другая история. Мы здесь говорим о том, что есть методика оценки, и вы должны

использовать ее. А правильная она или нет, это другой вопрос. Его задают проверяющие, но мы не решаем этот вопрос в этом документе. Мы говорим, что вы оцениваете ИСУ по той методике, которая у вас есть.

**Вопрос.** Так, может, дать ремарку «в соответствии с российским законодательством»?

**Александр Арефьев.** Ничего нельзя делать в противоречии с российским законодательством.

**Реплика.** Расплывчатая формулировка дает право для разных толкований.

**Ольга Шишляникова.** Управляющего не спасет наличие слов «в соответствии с российским законодательством». Эти вопросы надо решать с проверяющими.

Либо надо опять вводить детальные жесткие нормы. Но мы никогда не сможем составить исчерпывающий перечень всех инструментов для всех возможных случаев. А все остальные вопросы — это субъективная точка зрения, которая имеет место всегда, даже при наличии императивных норм.

**Алексей Тимофеев.** Мы делаем революционные изменения — отказываемся от регулирования на основе правил в пользу регулирования на основе принципов. И если мы хотим действовать, как действуют управляющие вообще в мире, то мы должны идти по этому пути и преодолевать проблемы, которые неизбежны. Но только во взаимодействии мы можем их преодолеть совместно.

**Ольга Шишляникова.** Еще раз призываю — присылайте предложения и замечания по этому тексту. Пока текст находится в работе, [мы внесем] в него разумные предложения, не выходящие за рамки концепции.

Спасибо! 