

# Почти идеальный мир

**В РАМКАХ КОНФЕРЕНЦИИ НАУФОР «УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ 2017» БЫЛО ПРОВЕДЕНО ПАНЕЛЬНОЕ ОБСУЖДЕНИЕ «УПРАВЛЕНИЕ СРЕДСТВАМИ РОЗНИЧНЫХ ИНВЕСТОРОВ»**

Участники обсудили нормативные акты по доверительному управлению, а также возможность появления соответствующих стандартов СРО; попытались понять, есть ли будущее у стратегий активного управления; поговорили о защите прав инвесторов, работающих через формат управления активами.

Участники: Ольга Шишляникова, заместитель директора Департамента рынка ценных бумаг и товарного рынка Банка России; Виктория Денисова, генеральный директор УК «Открытие»; Василий Илларионов, управляющий директор ЗАО «Сбербанк Управление активами»; Владимир Потапов, председатель совета директоров компании «ВТБ Капитал Управление инвестициями»; Григорий Седов, партнер, заместитель генерального директора по работе с частными клиентами ООО «АТОН»; Ольга Сумина, заместитель генерального директора, член правления ООО УК «Райффайзен Капитал».

Модератор — Ирина Кривошеева, председатель правления, генеральный директор УК «Альфа-Капитал».

**Ирина Кривошеева.** Мы начинаем дискуссию, всем добрый день. Приветствую наших участников и

хотела бы представить их. Это, прежде всего, представитель регулятора — Ольга Шишляникова, заместитель директора Департамента рынка ценных бумаг и товарного рынка Банка России. Со стороны рынка — Виктория Денисова от УК «Открытие», Василий Илларионов от ЗАО «Сбербанк Управление активами», Владимир Потапов от компании «ВТБ Капитал Управление инвестициями», Григорий Седов от ООО «АТОН» и Ольга Сумина от управляющей компании «Райффайзен Капитал».

Мы посчитали активы под управлением тех компаний, представители которых здесь присутствуют, и поняли, что на этой панели индустрию представляют те, кто сумел консолидировать около 60% активов физических лиц. Надеюсь, что каждый из этих людей в своей части выступления расскажет, что происходит на рынке.

Вначале, чтобы обозначить возможные векторы дискуссии, мне бы самой хотелось показать



небольшую презентацию про то, что именно происходит. Если посмотреть на мир вокруг нас просто и без предвзятости, то прошлый год был довольно удачным. Это касается, во-первых, мирового рынка. Индустрия управления активами уже преодолела планку в 170 триллионов долларов и уверенно движется к планке 200–220 триллионов. Эксперты сходятся во мнении, что будущие годы тоже будут удачными; в странах Восточной Европы можно вполне ожидать роста на 60% (с точки зрения притока средств новых клиентов управляющих компаний). В этом же тренде находится и российский рынок. В прошлом году

мы преодолели планку в 5 триллионов рублей. Рост составил 23%, причем это случилось за счет как средств пенсионных фондов, так и уверенной динамики показателей индивидуального доверительного управления и коллективных инвестиций.

Если внимательно посмотреть на наш сегмент с целью понять, кто вообще они такие — эти розничные клиенты. Мы работаем в сегменте состоятельной розницы, с состоятельными клиентами. Существует 7 млн наших потенциальных клиентов, которые сейчас держат 95% своих денег на депозитах коммерческих банков. Объем их активов на банковских депозитах

составляет 20–23 триллиона рублей. Именно за эти деньги стоит бороться, в том числе, управляющим компаниям. На сегодняшний день у нас аккумулировано 8 тысяч клиентов, это составляет примерно 8 процентов от существующего потенциала.

Если посмотреть на рынок индивидуального доверительного управления, то очевидно, что он растет. Рынок преодолел отметку в 300 миллиардов рублей; эти объемы уже вполне можно сравнивать с объемами депозитов состоятельных клиентов. Розничные паевые фонды впервые за долгие годы имеют положительную динамику «месяц к месяцу», вот уже полтора года

подряд имеет место плюсовое привлечение. Лидеры уверенно развиваются, притоки идут в основном в открытые паевые инвестиционные фонды, конкретно — в облигационные фонды по преимуществу.

Индивидуальные инвестиционные счета тоже активно развиваются, количество ИИС уже преодолело отметку 210 тысяч. Хотя, как вы помните, этот рынок стартовал всего лишь несколько лет назад. Конечно, имеет место большая концентрация активов: на топ-7 наиболее крупных игроков приходится больше 90 процентов открытых счетов, но тем не менее динамика здесь есть, она тоже достаточно убедительна.

Все это происходит не то чтобы в совсем безоблачном мире. Вызовов становится все больше. Они, прежде всего, связаны с появлением новых типов игроков, новых институтов, а также с расширением границ конкуренции, в частности, появлением робоэдвайзинга. Меняются регуляторные установки. Происходит серьезное изменение состава клиентской аудитории. Если говорить даже только про нашу компанию, то еще несколько лет назад наш клиентский костяк был довольно однороден. Мы понимали, что наш клиент — главным образом, состоятельный мужчина 35–40 лет. Сейчас клиенты (как и генерируемые ими денежные потоки) стали очень сильно различаться в оффлайне и в онлайне. Разница по возрасту между теми и другими — в среднем 20 лет. Это та данность, с которой нужно работать, чтобы лучше понимать клиентов и выстраивать продуктивное предложение под них.

С точки зрения продуктового предложения, кстати, мир тоже бурлит. Нужно хорошо понимать, где расположено наше место под солнцем. Надо строить стратегические направления, видеть, что происходит с клиентами, с технологиями, как следует развиваться

дальше, как обеспечивать безопасность и контролировать (а также развивать) привлекательность нашего бизнеса для клиента.

Все эти вопросы уже хочется адресовать участникам дискуссии. Первое слово хотелось бы дать Ольге Шишлянниковой, которая, надеюсь, расскажет нам, что было сделано регулятором в последнее время, какие тренды и тенденции стоит выделить.

**Ольга Шишлянникова.** Добрый день всем. Я бы сказала, что последний год регулятор в части доверительного управления занимал, главным образом, позицию «не навреди» и практически не вводил новых требований. А если серьезно, то 2016 год в индустрии управления активами прошел под знаком нового Указания Банка России от 05.09.2016 N 4129-У «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов», которое мы приняли в конце 2015 и в соответствии с которым должны были привести себя участники. Поэтому в 2016 мы постарались никаких иных новелл не вводить, дать рынку возможность адаптироваться к тому, что уже существует. И, наверное, кардинальных изменений в этой части не будет еще 2–3 года.

Если же все-таки говорить о новинках регулятора, то у нас появились новые формы отчетности. Знаю, участники рынка их не любят, но что делать. Для того, чтобы понимать, как себя чувствует рынок, регулятору нужны определенные цифры.

По доверительному управлению Центральный банк эти цифры начал собирать в 3-м квартале 2016; теперь знает, например, точное количество доверительных управляющих. Которое, к слову, уменьшилось в два раза. Но мы считаем, что это уменьшение ни о чем не говорит — по той причине, что за эти же два года в два раза выросло количество клиентов в доверительном управлении. И, скорее

всего, это говорит о том, что, несмотря на определенные негативные эмоции рынка по поводу того, что в 15–16 годах регулятор активно аннулировал лицензии, все-таки с рынка уходили не компании, которые активно занимались рыночными операциями, а те, кто вел себя не самым правильным образом. Во всяком случае, мы хотим в это верить.

Итак, на российском фондовом рынке на сегодня действует 348 лицензий доверительного управления. На конец 2016-го года в индивидуальное доверительное управление передано 149 млрд рублей. Хочу отметить, что это — данные только по НФО, без статистики по банкам. Проблема в том, что у банков соответствующая отчетность вводится чуть позже; поэтому и соответствующую информацию Центральный банк тоже получит чуть позже. Но думаю, что можно воспринять эти данные почти как погрешность, поскольку в общем объеме средств доверительного управления доля кредитных организаций составляет меньше 3%. Значит, в индивидуальном доверительном управлении находится, максимально, около 200 миллиардов рублей.

Абсолютно поддерживаю предыдущего спикера в том, что на этом рынке очень велика концентрация численности клиентов-физлиц. В частности, на первую компанию из топ-20 приходится чуть больше половины общего числа физлиц, на пять первых компаний приходится 82,6 процента клиентов и на долю 13 первых компаний приходится 96,4% клиентов. Концентрация клиентов очень высока, клиенты выбирают известные имена, а не идут к маленьким компаниям.

Как вы помните, посредством нового регулирования Центральный банк вводил стандартные стратегии инвестирования. Нам было очень интересно понять, был ли этот шаг правильным. Вот теперь по отчетности

мы видим, что по итогам III квартала в целом на рынке сейчас реализовано 337 стандартных стратегий. При этом стандартные стратегии используют 34,6% доверительных управляющих. То есть, это означает, что у одного доверительного управляющего может быть реализовано несколько стратегий. Большая часть УК имеет всего одну стратегию, однако есть лидер с 41-й стратегией. Соответственно, мы делаем вывод, что, наверное, принятое регулятором решение было правильным: поскольку 40,7 процента объема средств именно розничных клиентов сосредоточены в стандартных стратегиях. Инструмент является востребованным, надо над ним работать дальше.

В целом же по практике применения 4129-У мы видим как плюсы, так и минусы того, что происходит на рынке. Я уже говорила, что регулятор старался не трогать управляющие компании, дать им время привести свою практику в соответствие с новым регулированием. По итогам 2016 года ЦБ провел анализ; в частности, мы изучили документы, которые размещены на сайтах доверительных управляющих. Вывод однозначен: большинство УК привели свою деятельность в соответствие с новыми правилами, перешли на новые рельсы.

Выступая на аналогичной конференции НАУФОР год назад, я говорила, что рынок максимально перешел на регулирование по принципам. Мы сняли большинство ограничений, но надеемся, что участники — в рамках саморегулируемых организаций — разрабатывают стандарты поведения. Эта работа пришла в активную фазу, создан комитет по стандартам, он провел уже два заседания, саморегулируемая организация внесла проект стандарта. Поступило много замечаний и предложений, что говорит о активной готовности рынка участвовать в формировании стандартов. Работа идет, и мы

надеемся, что стандарты операций доверительного управления появятся уже в этом году.

Нам, конечно, хочется, чтобы все шло немного быстрее, но мы готовы подождать ради разработки действительно хорошего стандарта. И как раз сейчас мы видим желание участников заполнить стандартами пустоту, оставленную документом ЦБ по составу и структуре активов. Это, конечно, плюсы. Но они сопровождаются минусами. Один из них громко обсуждался последние недели во всех СМИ. А именно, имела место ситуация, когда, пользуясь тем, что в Указании ЦБ нет ограничений на активы, которые можно приобретать в состав портфеля учредителя управления, при наличии явного конфликта интересов управляющий приобретал облигации материнской компании в портфель клиентов — при том что финансовое состояние материнской компании уже явно было не самым лучшим. Отсюда Центральный банк сделал вывод, что ограничения на приобретение активов мы вводить не хотим, но в 2017 году будем смотреть, как доверительные управляющие работают с конфликтом интересов. Потому что альтернативы нет. И из отчетности, и из общения с управляющими и их клиентами мы видим, что практика приобретения активов аффилированных лиц имеет место. В большинстве случаев это весьма разумный подход, поскольку такие активы составляют небольшой процент от объема портфеля, при том что это — активы надлежащего качества, и действительно не очень понятно, зачем запрещать их приобретать. Видно, что компании работают с конфликтом интересов. Кто хуже работает, кто лучше, но работа ведется. Мы видим и такие случаи, когда конфликт интересов существует только на бумаге. То есть, его презюмируют из внутренних документов, а на практике работа строится совершенно иначе и во главу угла





ставятся интересы компании в целом. Поэтому просим с пониманием относиться к нашим запросам документов. Мне кажется, что если мы не наведем порядок в этой области, то на доверительном управлении можно будет поставить крест. Я и раньше говорила и сейчас говорю, что неквалифицированные инвесторы должны идти не к брокерам, а к доверительному управляющему. Но пока практика показывает, что доля клиентов в доверительном управлении мизерна по сравнению с их долей в брокерском обслуживании. Если мы не решим проблему конфликта интересов, то эта доля и не увеличится. Люди будут думать, что есть вероятность того, что управляющий будет работать не в их интересах.

Другие случаи в основном связаны с фидуциарной ответственностью. Вот, например, доверительный управляющий сделал инвестиционный профиль, узнал, что риск минимален, приобрел в портфель на все 100% средств единственную ценную бумагу эмитента, о котором в СМИ пишут, что его финансовое состояние не очень хорошее. Далее происходит катастрофа, и когда объявляют, по сути, о дефолте этого эмитента, то управляющий не принимает соответствующие меры, а пишет учредителю управления: «ну что, продаем эти активы — или ждем, пока их цена отрастет?».

Что же следует делать после того, когда в Центральный банк приходят такие письма? Что нам делать в отношении наших поднадзорных? Конечно, мы начинаем проверять эту компанию, а параллельно с ней проверять и другие компании, потому что если таким образом управляют еще где-то, то проблем будет много. И рынок в такой парадигме развиваться не будет.

Подводя итог сказанному, должна резюмировать, что объем для работы — огромный, в данном случае, теперь уже на стороне рынка. Регулятор готов рынок поддержать, посмотреть, где

еще можно помочь (помимо снятия ограничений и барьеров). Не все, может быть, получается быстро. Но мы считаем, что основная часть доверительного управления — это доверие. А доверие возникает не на бумаге и не из актов Банка России, а из действий конкретных участников на данном рынке. Пока мы не создадим у рынка доверие к этой отрасли, отрасль будет меньше, чем брокерская. Поэтому я — за доверие и призываю вас к нему стремиться. Спасибо.

**Ирина Кривошеева.** Спасибо. Виктория, тебе слово. Расскажи, как на практике можно выстроить работу по защите прав инвестора. Что делается в этом сегменте, есть ли какие-то преимущества и недостатки по сравнению с брокерскими компаниями, что вообще происходит в жизни?

**Виктория Денисова.** Спасибо. У меня сложилось позитивное мнение о деятельности регулятора. Регулятор очень старается, прилагает большие усилия, в том числе, для взаимодействия с участниками рынка — чтобы сделать индустрию финансовых сервисов максимально сбалансированной. То есть, чтобы, с одной стороны, не задушить бизнес и не завалить его дополнительными мероприятиями; а, с другой стороны, иметь на другом конце этой цепочки потенциального инвестора, который бы понимал свои возможности и права. Работа большая и мы замечаем желание регулятора сделать систему реально сбалансированной.

Хорошо и то, что под эгидой мега-регулятора теперь можно оценивать состояние сопряженных отраслей: не только управления активами, но и брокерского бизнеса, и банковского бизнеса, и страхования. Имеет место своего рода взгляд сверху на все, что происходит. Тем не менее, такие истории, которые упомянула Ольга Шишляникова, безусловно, пугают.

Также есть тема (не совсем попадающая в сферу надзора и регулиро-

вания Банка России) относительно деятельности компаний, которые предлагают услуги и сервисы по образцу букмекерских контор: заключение пари, игру в рулетку. А также [близкую по профилю] торговлю бинарными опционами. В основном эти компании зарегистрированы в оффшорных юрисдикциях, они ведут очень активную информационную политику и активно привлекают клиентов. В результате получается, что через компании, которые реально работают с физлицами, которые законопослушны и клиентоориентированы, инвестируется всего 8% средств частных клиентов. В то же время маргинальные компании, предлагающие, в том числе, бинарные опционы, тоже активно участвуют в привлечении, позиционируют себя как финансовые структуры, как брокеров — и воспринимаются населением именно таким образом. К сожалению, Банк России не имеет возможности ввести эти компании в поле нормального регулирования. Но то, что происходит в этих компаниях, очень путает потенциальных клиентов [«нормальных» управляющих]. И замедляет приход клиентов-физлиц в поле правильного, нормального инвестирования.

Что касается тех шагов, которые уже предприняты [для улучшения регулирования нашей индустрии]. В деятельность по управлению активами (в отличие от брокерской) всегда включен своего рода «перекрестный контролер», то есть, специальный депозитарий. Он следит за операциями, которые управляющая компания осуществляет в рамках инвестирования средств паевого фонда. То есть, тут налицо не только депозитарная функция и функция реестродержателя, но и функция надзора, со всеми вытекающими последствиями. Поэтому наши клиенты, потенциальные и текущие, должны быть спокойны за то, что в рамках стратегий, которые они выбирают, над

деятельностью управляющей компании в процессе инвестирования осуществляется надлежащий надзор, это важно.

Следующий момент — появление уже в этом году обязательного профилирования. Раньше тема профилирования использовалась участниками рынка в качестве своего рода маркетинговой истории для привлечения клиентов. Нужен был повод рассказать клиентам об альтернативах депозиту, об иных способах вложения денег. Такие беседы вели главным образом не сами управляющие компании, а в основном те, кто занимался дистрибуцией. Теперь тема профилирования стала обязательной в рамках деятельности управляющих компаний. Для приобретателей наших услуг это, в общем, должно явиться дополнительным сигналом, сообщающим, что инвестиции клиентов, их портфели, которые будут сформированы в рамках доверительного управления, будут сформированы осознанно, с согласия клиента и посредством обязательной коммуникации с ним на эту тему. Пока мы подошли к этой теме формально, ждем появления стандартов СРО, они пока еще не готовы. Если стандарты СРО появятся, мы их с удовольствием изучим и посмотрим, как их привести в нашу жизнь.

Еще, наверное, надо коротко сказать относительно миссейла, потому что он все-таки происходит. Сотрудники не всегда на уровне, едва сдавшие ЕГЭ сейлзы вообще не могут отличить акцию от облигации, это зачастую именно так, мы от этого сильно страдаем. Много претензий, много судебных разбирательств на эту тему. В этом смысле у судов всегда в отношении управляющих компаний есть некая презумпция виновности. Управляющий всегда должен доказать, что он прав, предоставив всю историю взаимодействия, подтвержденную документами, поскольку у нас судебная





практика такова, что по умолчанию сначала всегда оцениваются интересы инвестора, а потом уже юридического лица. Поэтому мне кажется, что проблема нашей индустрии заключается в том, что люди неглубоко вникают в суть формальной стороны вопроса. Брокеры и управляющие компании — это две совершенно разные истории. Относительно брокеров сейчас есть план ввести страхование ответственности. Тогда как у нас, управляющих, имущество компании и имущество клиентов обособлено, поэтому страховаться необходимости нет, клиент уже защищен, в силу структуры деятельности управляющей компании. Поэтому если Банк России будет проводить какие-то информационные действия в отношении потенциальных клиентов, то всем будет счастье.

**Ирина Кривошеева.** Предлагаю Ольге Суминой продолжить обсуждение. Все-таки «Райффайзен Капитал» на российском рынке — единственная управляющая компания с западными корнями; вы можете сравнивать российский и западный опыт. Какие у вас ощущения относительно состояния индустрии?

**Ольга Сумина.** Спасибо большое. От такого революционного документа, как 4129-У, ощущения, по большей части, позитивные. Документ выстроен полностью в парадигме западного управления. Более того, когда мы рассматривали проект Указания, когда обсуждали первые шаги по приведению деятельности управляющих компаний в соответствие с этим документом, то часто задавали вопрос: а что же делать, если клиент не будет подписывать соответствующее соглашение и проходить инвестиционное профилирование? Так вот, на практике мы с этим не столкнулись, все клиенты к новой возможности относятся позитивно, с пониманием; это повысило уровень управляющего в глазах клиентов. Ведь благодаря этой опции мы

теперь не только предлагаем услуги, но также оцениваем, какие активы клиент не только хочет, но и может приобрести, исходя из заявленных им критериев. Тут мы в основном пошли по пути предложения стандартных стратегий. Хотя это и несет с собой некоторые послабления, но таким путем раскрывается намного больше информации, чем по индивидуальным стратегиям; в результате клиент осознанно подходит к выбору стратегии.

Конечно же, мы возлагаем большие надежды на стандарты НАУФОР, которые в данный момент разрабатываются и согласовываются с ЦБ. Кстати, мы пока не сталкивались с важным вопросом, но в будущем он может появиться. Этот вопрос звучит так: что же делать, если портфель клиента начал отходить от заявленных критериев? Может ли управляющий в одностороннем порядке предлагать новые критерии, либо же это следует делать клиенту. Этот вопрос задавали и мы, и многие наши коллеги, и саморегулируемая организация, так что он серьезный.

Также мы надеемся, что институт профилирования в будущем заменит управляющему необходимость квалифицировать клиентов, поскольку здесь наблюдается некоторое дублирование функций. То есть, мы параллельно проводим и инвестпрофилирование клиента, исходя из его возможностей, и определяем его квалификацию, что, по сути, является тем же самым инструментом определения, подходит ли данному клиенту данный инструмент.

Также хотелось бы, в контексте обсуждения Указания ЦБ (не уходя в детали), задать такой вопрос: при работе возникает набор активов, которые вроде бы попадают под регулирование профессиональной деятельности, но также регулируются нормативным актом для коллективного инвестирования. Практически у всех возникает вопрос: нужно ли проводить профили-

рование собственника капитала, если он не инвестирует в ценные бумаги? Также возникает вопрос, который был уже здесь озвучен: сколько же инвестиционных профилей может быть у клиента? Мы решили, что возможны даже не два, а три варианта ответа. 1-й вариант: у одного клиента — один профиль и несколько договоров. Второй вариант: у одного клиента один договор, один профиль и реквизиты в рамках профиля. И третий вариант: у одного клиента — один договор и несколько инвестиционных профилей; этот вариант также имеет право на существование. Мы, возможно, не до конца понимаем, как его реализовать практически, но нормативных ограничений нет.

И еще вопрос: нужно ли пересматривать инвестиционный профиль, когда заканчивается инвестиционный горизонт? Вроде бы, с одной стороны, в этой ситуации ничего не меняется ни у клиента, ни управляющего; можно продолжать отношения на заявленных условиях. Но, с другой-то стороны, инвестиционный горизонт все-таки закончен. Можно ли подвести его итоги? И если можно, то каким образом это делать: либо зафиксировать, что ничего не меняется, либо что-то пересматривать? Этот вопрос сейчас тоже решается саморегулируемыми организациями и Центральным банком. Это что касается доверительного управления.

Очень ждем появления профессиональных стандартов отрасли и будем приводить в соответствие с ними свою деятельность. Хотя в целом она уже приведена, но стандарты помогут её довести до окончательного состояния и правильно сдавать регулятору отчетность. Мы и сейчас сдаем ее правильно, но будем — идеально.

Следующий вопрос относится к области коллективного управления паевыми фондами. Хотя наша панель посвящена индивидуальному доверительному управлению, все-таки считаю

возможным его задать. В конце 2016 года в индустрии изменилось регулирование, мы сейчас приводим работу своих фондов в соответствие с новыми правилами. Очень понравилось, что теперь управляющие до 100% могут инвестировать в иностранные активы; плюс мы донесли до регулятора, что имеют право на существование валютные паевые фонды, что есть потребности в них и со стороны инвесторов, и со стороны руководителей бизнесов. Соответственно, это изменение достаточно кардинально продвинуло вперед возможность создания валютных фондов. Осталось только поправить закон о валютном регулировании, что тоже ожидается, ну и Налоговый кодекс. Тем не менее эти два вопроса мы решили в рамках валютных фондов; тут очень помог отказ от типовых правил доверительного управления, которые составлялись очень давно. От половины этих правил сейчас можно вообще отказаться и стать более гибкими по отношению к клиенту, имея возможность не каждый раз регулировать изменения, которые сейчас фиксируются и передаются в ЦБ. Конечно же, отказ от типовых правил помог бы создавать предложение более интересных и гибких фондов.

Ну, наверное, пока всё. Спасибо большое за возможность высказаться.

**Ирина Кривошеева.** Спасибо. Сейчас предложила бы переходить уже к обсуждению стратегий. Что нового можно сделать и предложить, есть ли место новым типам и категориям фондов? Верим ли мы в возможность создания новых ETF, в пассивное управление? Василий, представляю слово вам. Сбербанк — лидер рынка, поэтому интересно узнать, что вы планируете.

**Василий Илларионов.** Спасибо.

Позвольте мне сначала сделать небольшое отступление. Очень приятно видеть зал, посвященный розничному управлению активами, битком забитым. Помню, года 3–4 назад на аналогичной панели в

Петербурге сидело человек шесть выступающих, в зале — тоже человек шесть или даже пять.

Касательно новых продуктов в активном управлении. Как известно, на российском рынке в конце прошлого года появились новые требования к составу и структуре ПИФ в части розничных открытых ПИФов. Но я не вижу каких-то принципиально новых возможностей для создания новых продуктов. Можно, конечно, делать открытые фонды, инвестирующие не в западные индексные фонды, а в обезличенные металлические счета. Или можно внутри фонда купить ETF не на 100%, а на 25–35%. Но это, скорее, просто технические возможности, не дающие расширения продуктовой линейки. Более важно, на мой взгляд, что сняли ограничение с фондов для квалифицированных инвесторов. Мы сейчас очень ждем выхода нормативного акта, дополняющего новое положение о составе и структуре активов именно в части ограничения по срочным сделкам, где с квалифицированных инвесторов будет снято ограничение на возможность использования деривативов. Тогда появится возможность для развития в России отрасли хедж-фондов, которая может быть реализована на базе интервального фонда.

Наверное, в рамках общемировых тенденций уход в альтернативные стратегии — это очевидный путь развития бизнеса активных управляющих. Потому что те ниши, где рынок эффективен, будут постепенно занимать фонды с пассивным управлением.

Сейчас модная точка зрения состоит в том, что индексные фонды скоро захватят все. Но моя позиция такова: на западе исторически сложилось так, что вначале успели развиваться активные фонды, а ETF появились недавно и сейчас просто занимают свою нишу. Когда это произойдет — процесс [внедрения

индексных фондов] остановится и далее они будут развиваться пропорционально. На нашем рынке будет происходить то же самое. И те продукты, которые сейчас управляющие предлагают в упаковке западных индексных фондов, отомрут. Необходимо будет создавать собственные индексные продукты. Очень надеемся, что регулятор доработает нормативные правовые акты, которые позволят нам развить собственный внутренний рынок индексных фондов, пока мы работаем под санкциями. Ведь если санкции снимут, то сюда придут «The Vanguard Group» и компания «BlackRock» — и скажут «Гуляй, Вася».

Поэтому думаю, что наш рынок будет более-менее точно воспроизводить мировые тенденции. Но, тем не менее, рынок, который нам кажется очевидным и понятным, рынок рублевых облигаций — с точки зрения [возможности работы на нем индексных фондов] пока нереплицируем в силу низкой ликвидности. А в этот рынок инвестировано порядка половины активов российских розничных фондов. Соответственно, это подтверждает идею, что на рынке останется и активное, и пассивное управление. Спасибо. **Ирина Кривошеева.** Григорий, «Атон» тоже позиционирует себя как компанию, работающую с состоятельными клиентами. Как работает у вас соответствующее подразделение, кому [каким клиентам] вы предлагаете доверительное управление?

**Григорий Седов.** Добрый день. Что касаемо клиентской составляющей, то в составе группы «Атон», как всем здесь присутствующим известно, есть брокерская и управляющая компания. Но у нас нет большой банковской группы. В этом зале сегодня много говорилось по поводу бинарных опционов, нечистоплотных участников... Мы недавно собирали определенную статистику: оказалось, что 60% всех наших активов — это деньги старых

клиентов. То есть, в «Атоне» вопрос влияния каких-то новых «левых» компаний на лояльность наших клиентов не стоит. В моем понимании, для всех здесь присутствующих клиентская лояльность — принципиальная вещь. Поэтому, с одной стороны, очень важно регулирование. Но, с другой стороны, если смотреть ретроспективно, то те компании, которые на длинном промежутке времени приносили клиенту пользу, давали ему разницу с рынком, — они на текущий момент в полном порядке.

С точки зрения деятельности паевых фондов и доверительного управления. Мы очень много общаемся с западными компаниями. Они стараются максимально дистанцировать различные так называемые менедж аккаунтс, клиентские счета. Индивидуальное доверительное управление — это там для счета от 50 млн долларов и выше. Большинство западных управляющих говорит клиентам: у нас есть флагманский хедж-фонд, это наш основной продукт, он максимально зарегулирован, его можно купить везде, в этом продукте нет никаких рисков. И если управляющая компания сосредоточена на 2–3 продуктах, то им не нужен отдельный клиентский отдел. Они делают продукт и продают его, больше ничего.

В РФ паевые инвестиционные фонды тоже хорошо отрегулированы. Рынок коллективных инвестиций для нас — очень серьезный рычаг привлечения клиентов, а с появлением валютных фондов будут решены вообще все вопросы. И в моем понимании именно ПИФы, mutual funds — это тот продукт, который достаточно прост для понимания, привлекателен для клиентов и прост для продажи. Вот НРД сейчас делает единую площадку для продажи ПИФов. И когда [сделает это], то появится почти идеальный мир, в котором любой клиент в любой точке мира сможет купить

этот продукт и потом радоваться полученной выгоде.

С точки зрения позиционирования — мы в «Атоне» позиционируем наши компании [коллективных инвестиций и доверительного управления] отдельно. Мы профилируем наших клиентов. Очень важно, чтобы клиент, заполнив анкету, поговорив с советником, далее выбрал тот продукт, который в дальнейшем, даже если будут потери, обеспечит их приемлемость. Продукт, размер возможных потерь по которому не станет шоком для клиента.

Вот если мы смотрим на график доходности некоего фонда на дистанции 10 лет, то там все выглядит очень здорово. А если сужаешь график, то он становится похож на кардиограмму. Это ровно то, что происходит с клиентом, когда он видит, что происходит с его средствами. Не все могут выдержать волатильность. Наша задача — сделать так, чтобы клиенты не нажали кнопку «стоп» в ненужный момент. Поэтому, с моей точки зрения, риск-профилерование, помимо выполнения функции защиты, очень важно еще и для того, чтобы удержать клиента от неправильных решений. Вот бывало такое не специально обидное мнение, что к брокеру клиенты приходят, как в казино. Я хочу привести статистику: [в нашей компании] открыто более 8000 клиентских счетов. [В доверительном управлении] находится 40% активов; они вложены главным образом в облигации государственного займа; еще 30% — это паевые инвестиционные фонды, а остальное приходится на собственные операции клиентов.

Иными словами, брокерская компания в РФ — это далеко не всегда казино. Те усилия, которые предпринимает Центральный банк и НАУФОР, приводят индустрию в такое состояние, когда мы должны ценить репутацию, клиентские активы и отношение к нам со стороны клиентов. Вот что я хотел сказать.

**Ирина Кривошеева.** Спасибо. В общем, разобрались в нашем почти идеальном мире. Теперь вопрос к представителям тех финансовых групп, в состав которых входят крупные банки. Так что же нам сделать, чтобы уровень проникновения [сервисов фондового рынка] дошел до уровня принятых на западе 20%.

Виктория, что нам делать?

**Виктория Денисова.** Тут мы очень зависим от стратегии банка. Если банк в какой-то момент привлекает пассивы, то ему становится не до комиссионных продуктов. К счастью, в последнее время (хотя не к пользе для российской экономики в целом) тема кредитования немножко ограничена. То есть кредитуются мало — как физлица, так и юрлица. Но зарабатывать-то банку надо! И в этой ситуации комиссионные продукты становятся приоритетными для банков.

Вопрос в том, что это за продукты, наши ли это продукты.

Наверняка в статистике Ольги Шишлянниковой есть объемы привлечения ресурсов в инвестиционное страхование жизни. По моим сведениям, туда инвестировано примерно миллиардов 50 рублей, а ведь это — все то же доверительное управление. (Может, чуть меньше, у меня данные не совсем последние). Комиссия по этим продуктам существенно превышает те комиссии, которые платим мы.

С банком по этой теме работать не просто, тут опять же возникает вопрос отношения к клиенту. Какое-то время назад основным KPI был заработок на клиенте, сейчас и тенденция, и психология меняется. Стало очевидно, что для обеспечения притока клиентов нужно клиенту делать хорошо; все это понимают. Поэтому наш банк использует инструмент профилирования уже довольно долго, он помогает дать клиенту подходящие продукты. Мы очень стараемся (хотя еще не вполне в этом преуспели) предлагать клиенту нужные ему

и полезные продукты, а не состязаться в продаже количества паев. Подход меняется, и я это наблюдаю. Поэтому с нашей стороны нужно и востребовано качество продукта и простота использования, а со стороны дистрибутора — правильное отношение к интересам клиента.

**Ирина Кривошеева.** Возможно, вопрос, который я хочу задать, относится и к Ольге Шишлянниковой. Какое-то время назад много говорилось про отсутствие арбитража между различными сферами инвестиционной деятельности. Понятно, что в ЦБ существуют разные департаменты, но идет ли какое-либо обсуждение по арбитражу, по инвестиционным продуктам в целом? Потому что сейчас отрасль коллективного инвестирования наиболее зарегулирована. Доверительное управление сейчас находится в стадии формирования: обсудили риск-профилирование, участникам рынка дали возможности выбора моделей инвестирования, но и время на приведение своей деятельности в порядок.

Однако есть и другие направления финансовой активности, вроде рынка форека, инвестиционного страхования жизни. Ведется ли обсуждение этих сегментов?

**Ольга Шишлянникова.** Обсуждение идет. Но Центральный банк сейчас разрабатывает так много тем, что это направление продвигается не очень быстро. Если говорить про проблему с бинарными опционами и недобросовестными практиками, то она есть, мы над ней тоже думаем. Мы не знаем правильного пути решения этой проблемы. Но и никто в мире не знает, все идут разными траекториями: где-то вводят принципиальный запрет, где-то ограничиваются разграничением полномочий между квалифицированными инвесторами и неквалифицированными. Вариантов много, у каждого есть плюсы и минусы, единственно верного решения пока нет, скорее всего, будем



советоваться с рынком через формат консультативного доклада.

Что касается арбитража между секторами рынка, то да, мы это видим, но в некоторых случаях арбитраж обоснован. ПИФы изначально продавались для самого неквалифицированного инвестора. В общем, решение проблем должно идти комплексно, а то так можно и фондовый рынок похоронить.

Над всеми названными проблемами Центральный банк думает и будет их решать. ■

