Максим БУЕВ,
профессор прикладных финансов, декан экономического факультета, Европейский университет в Санкт–Петербурге

Двуликий Янус: что в профиле тебе моем?

Риск-профилирование частных инвесторов — неотъемлемая часть работы финансовых консультантов в процессе подбора подходящих клиентам инвестиционных стратегий. Простая процедура на практике скрывает в себе массу подводных камней и нерешенных проблем.

Любой управляющий портфелем инвестиций частных клиентов хорошо знает, что какую бы теоретическую модель он не применял, каким бы практическим методом не пользовался, результат управления будет ограничен такой трудноопределимой величиной, как отношение инвестора к риску. Можно сказать, что это отношение — ключевой параметр в задаче поиска оптимального инвестиционного решения, поскольку уже на начальном этапе он ограничивает набор инвестиционных стратегий, которые управляющий может реализовывать. Например, если инвестор чересчур консервативен, не любит риск, то набор инструментов, в которые управляющий может вкладывать средства, сужается за счет того, что приходится выкидывать из портфеля акции или high-yield бумаги.

На практике управляющие реализуют инвестиционные стратегии, которые привязаны к некоторым бенчмаркам. Подходящие бенчмарки подбираются финансовыми консультантами так, чтобы они как раз и соответствовали отношению инвестора к риску. Например, в качестве таких бенчмарков для частных инвесторов в США популярны индексы MSCI[1]: balanced (B), conservative (C), global growth (GG), growth (G), income (I). В этом ряду индексов потенциальная доходность, равно как и волатильность индекса, возрастает от B к I. Для более консервативных инвесторов подойдет balanced, то есть индекс с низкой доходностью и низкой же волатильностью; для отважных инвесторов — income, стратегия с ожидаемой большой доходностью в среднем, но и с вероятными большими просадками на пути к этой «большой доходности в среднем».

Для того чтобы оценить отношение к риску для каждого инвестора, с которым работают финансовые консультанты при выборе инвестиционных программ, существуют процедуры риск-профилирования. Как правило, это опросники, которые инвестор должен заполнить. Опросник содержит вопросы вроде: «Какой тип активов вы готовы

[1] https://www.msci.com/wma

иметь в своем портфеле (кэш, депозиты, акции и т.п.)?», «Согласны ли вы, что вас можно охарактеризовать как человека, предпочитающего безопасность гарантированного дохода неопределенности роста капитала?», «Насколько опытны вы в вопросах инвестирования на финансовом рынке?» и так далее. В идеале, вопросы в анкете помогают консультанту понять, к какой группе (например, B, C, GG, G или I) приписать клиента.

В теории все выглядит гладко: опроси клиента, припиши к группе, отдай управляющему для реализации определенной инвестиционной стратегии согласно выбранным бенчмаркам, сиди довольный, считая причитающиеся тебе комиссионные. В реальности, однако, все гораздо сложнее. Согласно публикациям CFA Institute[1] , глобальной ассоциации профессионалов инвестирования, сегодня лишь 15% различий по части рискованных активов в портфелях инвесторов могут быть объяснены используемыми процедурами риск-профилирования. Иными словами, по какой-то причине инвесторы из одной группы по их отношению к риску оказываются обладателями портфелей, которые очень сильно отличаются между собой по показателям «риск—доходность». Таким образом, существующие практики определения риск-профилей инвесторов, скорее всего, не являются адекватными и надежными. Некоторые[2] даже считают такие подходы бомбой с часовым механизмом.

Определение риск-профиля клиента — это такой двуликий Янус, смотрящий в будущее и прошлое одновременно. В процессе присутствуют два важных момента. Первый связан с допустимостью для клиента того или иного вида финансового риска. По-английски это называется risk capacity. Эта допустимость проистекает из личных естественных и экономических обстоятельств инвестора: его возраста, имеющихся сбережений, дохода, регулярности последнего и так далее. Допустимость риска связана со стабильностью потоков платежей клиента, естественным допустимым горизонтом планирования и критичностью для этих потоков ожидаемых доходов от планируемых инвестиций. Факторы, определяющие допустимость риска клиента, никак не связаны с его эмоциональной предрасположенностью рисковать или особенностями его поведения. Например, 80-летнему инвестору, как правило, нет смысла советовать стратегию, которая на промежутке в 30 лет может показать солидную доходность, но в ближайшие пять лет может просесть на 15% (если только такой клиент, конечно, не заинтересован передать эту часть своего инвестиционного портфеля наследникам).

Второй аспект риск-профилирования связан с эмоциональной способностью инвестора принимать на себя те или иные риски, их неприятием — так называемая risk aversion. Это неприятие проистекает из отношения клиента к финансовому риску, а также из степени его психологической и эмоциональной боли, сожаления, испытываемых при неудачных инвестициях. Инвестор может ощутить себя неудачником при созерцании доходов, которые оказались менее существенными, чем могли бы быть при альтернативной инвестиции, или, разумеется, при финансовых потерях. Неприятие риска инвестором — не только проявление естественной способности инвестора чувствовать себя комфортно в ситуациях, связанных с риском, но также часто и результат прошлого опыта инвестора. К слову, именно эту способность инвестора принимать на себя те или иные риски в экономической теории ученые связывают со степенью вогнутости его функции полезности.

Комбинация допустимости риска и его неприятия определяют риск-профиль клиента. Для каждого индивидуума этот профиль будет уникальным. А значит, уникальными должны быть и конкретные портфели или стратегии, рекомендуемые инвесторам. Эти стратегии должны удовлетворять характеристикам как допустимости, так и неприятия риска конкретного клиента.

Из экономической теории мы знаем, что определение степени risk aversion может быть очень сложной задачей на практике. Например, эта величина может значительно варьироваться в зависимости от используемого метода оценки. Однако, по крайней мере, связь с вогнутостью функции полезности позволяет приписать неприятию риска некоторую вполне конкретную величину, хотя бы понятную теоретически. Гораздо хуже обстоит дело с допустимостью риска: общепринятых характеристик для измерения финансовой допустимости тех или иных инвестиций нет.

На этом фоне возникает несколько основных проблем с текущими практиками риск-профилирования. Некоторые из них четко осознаются инвестиционным сообществом, другие, возможно, впервые будут описаны в этой статье.

Во-первых, на практике одной из самых частых жалоб инвесторов является жалоба на то, что консультанты насоветовали им неподходящие стратегии или продукты для включения в портфель инвестиций. Неподходящие — с точки зрения финансовых целей инвестора. Эта проблема появляется отчасти потому, что методы риск-профилирования, используемые консультантами (те самые опросники), нацелены лишь на выявление степени неприятия финансового риска инвестором и пренебрегают оценкой допустимости риска. В таких анкетах отсутствуют базовые вопросы об инвестиционном поведении, временном горизонте планирования, инвестиционных целях, предыдущем инвестиционном опыте, планируемой частоте изъятия средств из портфеля или предпочтениях относительно ликвидности инструментов, включаемых в портфель.

Во-вторых, даже если консультанты достаточно грамотны, чтобы проводить всестороннее риск-профилирование, ответы инвестора на разные вопросы могут указывать на противоречия в оценке клиентом своей эмоциональной и финансовой способности нести риск. Как разрешать такие ситуации? Четкий совет здесь дать трудно. С одной стороны, можно просто отфильтровывать противоречия и, например, проводить повторное анкетирование на предмет выявления ошибок в ответах инвесторов или непонимания ими тех или иных вопросов. Таков, по сути, совет британского регулятора FCA[3]. С другой стороны, можно использовать до-

[1] https://annual.cfainstitute.org/2015/04/27/beyond-the-questionnaire-new-tools-for-risk-profiling/

[2] https://www.moneymarketing.co.uk/how-do-advisers-sort-the-good-risk-profiling-tools-from-the-bad/

[3] https://www.moneymarketing.co.uk/how-do-advisers-sort-the-good-risk-profiling-tools-from-the-bad/

стижения высшей математики и трансформировать ответы клиентов с помощью операций нечеткой логики (fuzzy logic). Так, например, работает с клиентами группа компаний Fusion, созданная в Великобритании известным на российском рынке финансистом Кириллом Ильинским.

В-третьих, после получения уникального риск-профиля клиента, включающего в себя как оценку неприятия им риска, так и меру допустимости риска, на рынке просто может не оказаться достаточного количества доступных бенчмарков (индексов). Это не дает соблюсти высокую степень эксклюзивности в работе с клиентом, то есть не позволяет подбирать портфель для каждого клиента индивидуально. Инвесторов приходится приписывать к группам, для которых есть доступные стратегии/бенчмарки — вроде индексов MSCI, упомянутых выше.

Наконец, есть проблема, которую можно описать известной поговоркой «Что русскому хорошо, то немцу — смерть». Есть анекдотические свидетельства того, что инвестиционные стратегии, охарактеризованные как conservative на западном рынке, в России воспринимаются инвестором как balanced. Иными словами, если стратегия приносит 5% в год при определенном уровне риска, американский инвестор будет считать ее стратегией сбалансированного роста, а не сохранения капитала. Для российского же инвестора такая стратегия будет слишком консервативной, то есть в лучшем случае лишь сохраняющей капитал.

Причиной такого расхождения во взглядах по странам, видимо, следует считать страновые различия в дисконтировании будущих потоков платежей, которые не связаны с преобладающими в этих странах темпами инфляции или безрисковыми процентными ставками. Есть исследования, которые показывают, что эти различия могут быть весьма существенными — в десятки процентов[1]. Все зависит от культуры, традиций, уровня доверия в обществе и так далее. Еще в 1866 году Федор Михайлович Достоевский в романе «Игрок», описывая немецкий способ накопления богатств, отметил, что это «столетний или двухсотлетний преемственный труд, терпение, ум, честность, характер, твердость, расчет...». В какой-то момент, заработав значительный капитал, немецкий фатер передает его «своему сыну, тот своему, тот своему, и поколений через пять или шесть выходит сам барон Ротшильд». Со слов классика, русские так не могут — они лучше будут дебоширить или разживаться на рулетке, а потом, «как водится, деньги есть, так тотчас и званый обед, по-московски».

В итоге фирмы, занимающиеся финансовым консалтингом и работающие с клиентами в разных странах, должны понимать, что один и тот же опросник для определения риск-профиля инвесторов может быть неприменим для разных инвесторов. Насколько мне известно, эта проблема еще не описана в специализированной финансовой литературе, так что Cbonds Review здесь выступает первопроходцем. Вслед за Федором Михайловичем.

Потенциальные ошибки в риск-профилировании и, как результат, приписывание клиентов к «не тем» инвестиционным стратегиям — интересная проблема не только из-за практических последствий (недовольство клиентов финансовыми результатами, то есть производительностью выбранных стратегий, и изъятие ими средств из рекомендованных портфелей). С теоретической точки зрения интересно изучение влияния ошибок в риск-профилировании на эффективность фондирования проектов, концентрацию инвестиций в определенных типах инструментов и, в конце концов, на темпы экономического роста в разных странах и другие макроэкономические проблемы.

Вне мира высоких научных материй, однако, успешное решение перечисленных выше проблем при риск-профилировании должно повысить эффективность работы финансовых консультантов. В книге «Чемпионы продаж» («The Challenger Sale») американские авторы Мэттью Диксон и Брент Адамсон писали, что при продаже сложных бизнес-решений наиболее успешными в долгосрочной перспективе являются так называемые продавцы-challengers. Это те из сейлзов, которые понимают все нюансы бизнеса клиентов, могут бросать им вызов, заставлять их думать про свой бизнес в новом свете, и таким образом предлагать им решения, которые действительно существенно повысят его эффективность. В бизнесе подбора финансовых стратегий для нужд частного инвестора стать чемпионом продаж не получится без адекватного детального понимания обеих компонент риск-профиля клиента: как допустимости риска, так и его неприятия. Успех заключается в постижении фундаментальной природы Януса, а он в древнеримской мифологии рассматривался как покровитель финансовых предприятий: он был первым, кто стал чеканить монеты.

ЕСТЬ АНЕКДОТИЧЕСКИЕ СВИДЕТЕЛЬСТВА ТОГО, ЧТО ИНВЕСТИЦИОННЫЕ СТРАТЕГИИ, ОХАРАКТЕРИЗОВАННЫЕ КАК CONSERVATIVE НА ЗАПАДНОМ РЫНКЕ, В РОССИИ ВОСПРИНИМАЮТСЯ ИНВЕСТОРОМ КАК BALANCED

[1] https://core.ac.uk/download/pdf/6381999.pdf