

Будущее робо-эдвайзинга в России

Участники круглого стола НАУФОР обсудили место автоматизированных систем управления активами в линейке продуктов для частных инвесторов

Участники: Антон Говор (Московская Биржа); Константин Жеребцов (Сопоту); Виталий Казаков (РЭШ); Евгений Ковалишин (FinEx); Илья Филиппов (ArtQuant).

Модератор — Екатерина Андреева, НАУФОР
Екатерина Андреева. Коллеги, спасибо, что нашли возможность прийти на круглый стол НАУФОР. Мы сегодня обсуждаем место робоэдвайзинга в линейке продуктов для розничных инвесторов. Предлагаю начать разговор с определения, что это такое в принципе. В целях сегодняшней нашей встречи мы будем говорить про те алгоритмы, которые позволяют не только составить портфель, но и совершать потом ребалансировку портфеля без участия клиента. Мы говорим об автоматизации услуги управления активами для физического лица. Начать обсуждение предлагаю Виталию. Виталий много лет управлял активами JP Morgan в России и хорошо знаком с практикой управления активами именно в России.

Виталий, что вы можете сказать о будущем робоэдвайзинга в России?

Виталий Казаков. Мне бы хотелось сначала еще раз, еще более целенаправленно уточнить определение робоэдвайзинга. В контексте такого обсуждения я бы чувствовал себя комфортно, проводя сравнительный анализ активного портфельного управления против управления пассивного. Поэтому в начале дискуссии, прежде всего, хотелось бы уточнить, какую часть пассивного управления мы считаем робоэдвайзингом. И даже, более узко, считаем ли мы пассивное управление робоэдвайзингом. Скажу сначала о том, что считаю робоэдвайзингом я сам.

Как правило, инвестор принимает два решения: первое — по аллокации активов и второе — по выбору портфеля. Аллокация активов — это решение о выборе типа инструмента: покупать ли акции или облигации; на рынке А или на рынке Б. Решение по выбору портфеля — это решение уже внутри вы-

бранного класса инструментов: бумаги какого именно эмитента покупать.

Если я правильно понимаю, то метод, который сегодня называют робоэдвайзингом, состоит в том, что решение по аллокации активов принимается алгоритмом при участии человека, а формирование портфеля осуществляется через покупку ETF. Я понимаю под робоэдвайзингом именно это. Возможно, кто-то считает иначе?

Предлагаю это выяснить в самом начале.

Илья Филиппов. Я считаю, что робоэдвайзинг — это некий подход, в рамках которого клиент (инвестор) принимает ровно одно решение. Это решение о том, что он хочет инвестировать некоторую сумму. Все дальнейшие процедуры происходят автоматически: собственно, именно поэтому такие действия называются робоэдвайзингом. В западных аналогах используются модели работы с ETF, — собственно, все началось именно с них. При этом, какие именно ETF выбраны, клиент обычно не спрашивает: кто-то берет индексные фонды под управлением компании Vanguard, кто-то — под управлением компании FinEx. Человек просто решает инвестировать. И только.

Кроме того, робоэдвайзинг определяет риск-профиль, аппетит инвестора к риску. При этом процедура определения риск-профиля в робоэдвайзинге является довольно условной, потому что на практике риск определяет сам инвестор. Более того, инвестор всегда может этот свой профиль «подкрутить», — уве-





личить долю акций в своем портфеле, скажем. Процедуру stock selection, какие-то другие нюансы робоэдвайзеры тоже научились делать.

То есть, сейчас в некоторых компаниях уже есть технологии, которые позволяют повторить конкретный индексный фонд через отдельные акции. Поэтому мое определение робоэдвайзинга таково — это некая инфраструктура, которая позволяет человеку, принявшему решение об инвестировании на фондовом рынке, сразу получить эту услугу, полностью запакованной в автоматический сервис.

Виталий Казаков. Тогда сразу встречный вопрос: а как мы разделим робоэдвайзинг и квантовые фонды, quant hedge funds?

Илья Филиппов. Для меня рабочим является простое объяснение, робоэдвайзеры — это те, кто сделал квантовый фонд для масс-маркета, в который клиент может прийти с минимальными суммами инвестиций. Вот в эту сторону движутся робоэдвайзеры.

Евгений Ковалишин. Я согласен и с одним спикером, и с другим, но в придачу добавлю некоторые детали. Поскольку на любое явление можно смотреть с разных сторон и описывать его по-разному.

Для меня робоэдвайзинг — это четкое разделение между пассивным и активным управлением.

Как устроено активное управление? Сначала определяется класс активов для инвестиций, потом конкретный инструмент инвестирования, есть еще одна переменная — тайминг, то есть момент, когда мы входим в этот актив. Активное управление — это операции управления двумя последними элементами. Например, управляющий определяет, когда именно надо покупать (или продавать) акции Газпрома. Не российские бумаги вообще, не бумаги нефтедобывающих компаний, а конкретно эту акцию. Вот это — активное управление: оно состоит в решении, какой инструмент и когда покупать.

Пассивное управление практически полностью состоит из аллокации активов, когда портфель уже сформирован и предназначен для клиентов, которые не хотят вдаваться в подробности инвестирования, погружаться в процесс. Но у них есть задача заработать. Поэтому робоэдвайзинг — это платформа, которая позволяет сформировать пассивный портфель, исходя из целей клиента, притом сделать это дешево для управляющего, удобно для клиента.

В нашем обсуждении очень важно отделять робоэдвайзинг от algo-трейдинга (или квантовых фондов, в другой терминологии). На практике эти два вида деятельности часто путают. Из-за этого возникают активные обсуждения рисков робоэдвайзеров, разговоры касательно ошибок в компьютерных программах, которые за секунду могут сгенерировать миллион торговых операций и ввести клиента в огромные убытки. Далее на этой почве возникают предложения строго зарегулировать все действия робоэдвайзеров. Но на самом деле робоэдвайзинг — это всего лишь инструмент. Он прост, как лопата: ведь реально лопатой можно (и нужно) именно копать. Лопатой, конечно, также можно сделать что-то нехорошее, но это же не повод в принципе запрещать лопаты. Или вводить регулирование для лопат.

Екатерина Андреева. Робоэдвайзинг — это автоматизированный процесс пассивного инвестирования, верно?

Евгений Ковалишин. По сути дела, да.
Екатерина Андреева. Константин, есть что дополнить?

Константин Жеребцов. В робоэдвайзинге основное — это программа, которая делает то же самое, что и портфельный управляющий. Она индивидуально и обоснованно дает инвестору выбор. Поэтому я бы говорил о том, что и аллокация активов, и выбор инструмента входят в состав процедуры робоэдвайзинга. Первый вопрос, который задаст управляющий инвестору: работаем ли мы в рублевой зоне или в долларовой?

С этого места могут начаться расхождения, такая опция может быть или не быть.

Соответственно, ключевое свойство робоэдвайзинга, — это его обоснованный и индивидуальный характер. Это сервис, который предлагается конкретному инвестору индивидуально.

Екатерина Андреева. Почему ты так считаешь? Ты считаешь, что каждому инвестору нужно предлагать уникальный портфель в рамках одного сервиса? Или вы в компании формируете набор стандартных портфелей для инвесторов и предлагаете их в соответствии с профилями риска инвесторов?

Константин Жеребцов. Мы каждому клиенту формируем уникальный портфель. И обязательно учитываем риск-профиль этого клиента.

Евгений Ковалишин. Строго говоря, если обратиться к портфельной теории, то там строится так называемое «эффективное множество», которое описывает наилучшую комбинацию риска и доходности. Дальше, исходя из индивидуальных предпочтений по риску, выбирается отдельная точка на этом множестве. Классический робоэдвайзер сначала определяет склонность инвестора к риску, и дальше, исходя из этого показателя, выбирает конкретную лучшую стратегию (комбинацию активов).

Если говорить о практике, то, конечно, у нас есть дискретность. В нашем сервисе задействовано до тысячи портфелей, то есть, если клиентов больше тысячи, то найдется пара клиентов с одинаковым портфелем. Но это связано именно с дискретизацией. В целом же на характер портфеля влияет профиль риска и горизонт инвестирования. Если клиенту надо в течение года заплатить за квартиру, взятую в ипотеку, то рисковый портфель ему противопоказан. И наоборот, если клиенту 40 лет до пенсии, то такой человек может себе позволить достаточно рискованные инвестиции.

Виталий Казаков. То есть получается, что по allocation вариантов распределе-

ния по корзинам может быть столько же, сколько клиентов; но если два клиента накладывают вес на одну корзину, то веса одинаковые?

Евгений Ковалишин. Корзины (наборы активов) одинаковые, а веса немного разные. На эту тему было получено 5 или 6 Нобелевских премий. Одна из них была получена за доказательство того, что при достаточно широких допущениях клиенту достаточно выбрать комбинацию из двух портфелей (низкорискового и «рыночного»). Конкретный вес каждого из этих двух портфелей определяется склонностью к риску, а сами портфели одинаковы.

Екатерина Андреева. Я попрошу Антона Говора вмешаться в дискуссию и высказать свое видение ситуации как представителя биржи

Антон Говор. Мы видим три основные направления развития робоэдвайзинга.

Во-первых, робоэдвайзер имеет возможность определять все три параметра — allocation, security selection, timing. Робоэдвайзинг — это автоматизация инвестиционного решения, но одни компании идут в автоматизации дальше, другие — нет. Одно дело предложить клиенту набор пассивных портфелей и способ по ним разложить инструменты — то, о чем говорит Евгений. Направление, в котором идут западные робоэдвайзеры — полностью автоматизированное активное управление, предлагаемое широкому кругу клиентов. Именно в этом направлении идут, например, сервисы в США.

Второе, робоэдвайзеры не занимаются внутрисуточным трейдингом, но ребалансируют портфели на существенных корпоративных событиях. Например, в акселераторе Московской бирже таких компаний шесть: Sonomy, Optiax, в других компаниях такие возможности также строятся.

Евгений Ковалишин. Получается, что мы здесь обсуждаем отчасти не только настоящее, но также будущее робоэдвайзинга — насколько я знаю, все ведущие







робоэдвайзеры в мире пока занимаются преимущественно asset allocation.

Антон Говор. Да, согласен. Новизна подхода состоит в том, что эти компании делают переаллокацию портфеля раз в неделю, даже в месяц. Это не вполне активное управление.

То есть, по сути они делают то же самое, что и алгоритмические фонды, но не внутри дня. Они держат облигации, затем видят недооцененную акцию и входят в нее — такого рода активное управление робоэдвайзеры пытаются автоматизировать.

Третье направление возникло из запросов пользователей. Их позиция проста: вложить деньги, а умная машина будет совершать операции. Возникает вопрос, какие именно возможности есть у машины в отличие от человека: эффективнее выявлять недооцененные бумаги, возможности, которые отслеживаются по макроэкономическим индикаторам, возможности в кэрри трейд.

В этом направлении, по нашим данным, движется индустрия. И на Московской бирже на основе «больших данных» мы разрабатываем инструменты, которые могли бы помочь робоэдвайзерам работать с big-data биржи и создавать новые продукты для клиентов. Аналогичные сервисы развивают крупнейшие площадки развитых стран.

Екатерина Андреева. Может ли робоэдвайзинг развиваться только с использованием российских инструментов для формирования портфелей? Или для робоэдвайзинга непременно нужно иметь возможности распределять активы по рынкам в разных странах?

Евгений Ковалишин. Робоэдвайзеры появились как ответ на запрос индустрии управления активами. Есть большое количество клиентов, которые в силу разных обстоятельств на фондовом рынке не торгуют и не будут торговать самостоятельно; таких людей достаточно много. Я лично приводил нескольких таких граждан в банк за руку. Причем

именно в коммерческий банк; к брокеру их нельзя привести в принципе.

Количество активных клиентов банков измеряется десятками миллионов, количество клиентов брокеров — десятки тысяч (таких, кто делает хотя бы 1 сделку в месяц). Значит, классическое управление активами для такой клиентской базы нерентабельно: невозможно посадить высококвалифицированного, высокооплачиваемого менеджера на обслуживание мелкой розницы. Это — разрыв в спросе и предложении, т.н. «advisory gap». Если инвестор хочет инвестировать десятки миллионов долларов, найдется много желающих его консультировать; но для сумм в несколько тысяч управление теряет экономический смысл. Значит, возникает вопрос, как можно этот процесс автоматизировать: благо, биржевые и торговые технологии сейчас позволяют это сделать. Дальше начинается процесс выбора того актива, который клиенту нужно продавать. Изначально можно продавать все что угодно, включая активное управление, выбор акций, тайминг и так далее. Но если вы хотите сделать процесс полностью автоматическим, то быстро понимаете, что для полной автоматизации работа с индивидуальными акциями и облигациями слишком дорога и неудобно. Возникает вопрос — почему? Ответ может возникнуть при анализе работы Московской биржи, например. Московская биржа уже проделала колоссальную работу для того, чтобы автоматизировать торги, там уже сейчас работает много роботов, и там много талантливых ребят, которые пишут много новых роботов. Но что получается, если есть, например, брокерская компания и у нее есть тысяча клиентов, подписанных на услугу автоследования...

Екатерина Андреева. Я бы в принципе не хотела говорить в контексте сегодняшнего круглого стола о сервисах автоследования.

Евгений Ковалишин. Ок, но я сейчас не об автоследовании. Мы же хотим разобраться, можно ли работать в алготрейдинге с отдельными бумагами для большого количества мелких клиентов — или имеют смысл только биржевые индексные фонды. Потому что как только вы начинаете работать с бумагами индивидуально, роботы раздвигают спреды, и рынок уходит. В итоге сделка, которая казалась очень выгодной, оказывается неэффективной. Получается, что платформу робоэдвайзинга на индивидуальных бумагах, а не на ETF, масштабировать очень трудно.

Екатерина Андреева. Мой вопрос звучал иначе...

Константин Жеребцов. Да, именно: был задан вопрос о том, можно ли развивать робоэдвайзинг в России только российскими силами. Ответ — конечно, можно, и даже более того, уже сейчас есть люди, которые работают именно так. Это вопрос все о той же пресловутой лопате. Как она будет заточена, будет ли содержать понятный технологический процесс? Будет ли адекватно реагировать на рыночные изменения — в стакане, в том числе? Поэтому я говорю, что должен быть актуальный и индивидуальный подбор портфеля. Потому что такой подбор учитывает рыночную ситуацию. И это становится чисто технической проблемой. К вопросу о сбоях в программах.

Екатерина Андреева. То есть для эффективной работы нужно создать робота, который будет более эффективным, чем программы-конкуренты?

Антон Говор. Не совсем так. В биржевом стакане цены все равно в моменте проскользнут, о чем и говорит Евгений. Робот должен ловить хорошие инвестиционные идеи. Робоэдвайзер должен видеть момент рыночной неэффективности, оценивать политические риски — и когда наступит удачный момент для покупки, сообщить об этом инвестору.

Илья Филиппов. Для меня ответ на вопрос, заданный Екатериной, одно-

значен. На вопрос о работе только на российском рынке я отвечаю «нет». Следить за российским рынком — это вполне возможно. Но в целом работа в российских нишах — это не для меня. Объясню почему. Когда мы говорим, что предлагаем клиенту услуги робоэдвайзинга, то это чаще всего долгосрочные перспективы, — например, заработать какие-то суммы к пенсии. Это точно не инвестиции внутри дня. Кстати, у западных робоэдвайзеров очень часто имеются счета 401k и так далее; они работают на длинных горизонтах времени. То есть, когда мы говорим, что приведем всех клиентов в российские акции, то это само по себе является нарушением принципов аллокации активов, потому что российский фондовый рынок — это классический региональный рынок, со своими рисками и особенностями. Плюс на нем существует валютный риск.

Западные рынки — другие. Можно для понимания посмотреть историю индекса S&P 500. Там было много неприятных моментов, были падения, рынок переживал кризисы, но все равно там другие возможности, чем у Индекса РТС. Если посмотреть историю российских индексов, то в перспективе десяти лет цены всех активов на этих рынках упали, на пенсию на таком рынке в принципе не заработаешь. Хорошо, что Московская биржа занимается тем, чтобы расширить инвестиционные возможности для российских инвесторов в иных валютах — листингует еврооблигации, например, с дробным лотом.

Екатерина Андреева. Мы обсуждали с Виталием эту тему и говорили про то, что если к робоэдвайзеру пришел русский человек, то мы предполагаем автоматически, что он хотел купить именно русский рынок. Что выбор рынка он уже сделал.

Илья Филиппов. Нет, почему? Это все равно, как если бы российский гражданин, приходя в российский банк, выбирал, допустим, исключительно рублевый депозит. Но ведь выбор депозита — это

просто вопрос о предполагаемой доходности, о предполагаемом валютном курсе. Долларовые депозиты были бы более популярны, будь они более доходны. Россиянин приходит на рынок — любой — чтобы получить доход. Выбор валюты — это важная часть процесса выбора доходности. Мне кажется, что россиянам интереснее как раз инструменты в иностранной валюте...

Константин Жеребцов. А давайте не будем решать за россиян! Давайте не будем лишать клиента выбора лишь на том основании, что он россиянин. Пусть покупает какие хочет бумаги, номинированные в рублях, в юанях — по своему собственному усмотрению. Кстати, на рублевых горках многие зарабатывают. **Евгений Ковалишин.** То есть должен быть клиент, которому нравится торговать и который в этом разбирается, верно? Но ведь это совсем не тот клиент, о котором мы говорили в начале, — который кое-как дошел до банковского депозита, но никогда не дойдет до биржевого терминала.

Антон Говор. Нет необходимости навязывать клиенту выбор, нужно помочь удовлетворить его потребности. Если человек хочет заработать на квартиру, можно предложить ему купить облигацию как низкорисковый инструмент. С помощью депозита люди хотят сберечь, а робоэдвайзинг — это другой инвестиционный профиль, когда человек согласен на риск потерять чуть больше, но и высокую вероятность заработать больше, чем ставка депозита.

Константин Жеребцов. Здесь нужно возразить. Если человек живет в России и получает зарплату в России, то валютный риск появляется ровно в тот момент, когда он пытается заработать на игре с валютами.

Евгений Ковалишин. Если вы посмотрите даже на свою собственную потребительскую корзину. Вот ваш пиджак — он наверняка сшит не в России, он импортирован. Таким образом, даже если вы

напрямую не покупаете за доллары, то в итоге все равно покупаете в валюте, не в рублях. Поэтому инвестировать средства клиента исключительно в рублевый актив тоже не очень правильно. Он будет заехжирован в области нефти и газа. Но с точки зрения диверсификации клиент потребляет глобальные вещи, — мобильные телефоны, электронику, софт, автомобили и так далее.

Поэтому, говоря про аллокацию активов, вы не можете предлагать клиенту чисто российский портфель, этим вы сильно его ограничите. Вы как бы говорите клиенту, что он может ходить только в косоворотке и в лаптях, другая одежда ему не нужна. Так поступать — неправильно.

Константин Жеребцов. Но один рубль всегда равен одному рублю, а сколько завтра будет стоить доллар?

Евгений Ковалишин. Рубль как раз не будет рублем. Валютный курс скакнул — и сразу инфляция выросла. А инфляция определяет курс...

Антон Говор. То, о чем вы говорите, относится к сегменту пенсионного накопления. Человек копит, чтобы обеспечить себе после выхода на пенсию привычный уровень потребления. Это одна из целей инвестирования, но для нижнего сегмента стратегии инвестирования обычно гораздо проще: человек выбирает такие опции — купить квартиру, машину, землю.

Евгений Ковалишин. Стоп, стоп.

Машины какие, в какой валюте?

Антон Говор. Все правильно, для покупки машины нужны доллары, для квартиры — рубли.

Евгений Ковалишин. Строительные материалы для квартиры откуда берутся?

Антон Говор. Бетон — российский.

Евгений Ковалишин. Верно. Но все остальное — нет. Примеси к бетону не российские, краски не российские, обои не российские, все остальное тоже не российское.

Антон Говор. Хорошо, но цена на стены вполне рублевая.

Евгений Ковалишин. Строительная техника тоже не российская. Объективно, у нас страна с очень недиверсифицированной экономикой, правительство борется за диверсификацию уже 15 лет. **Константин Жеребцов.** Но ведь доллар не на всех периодах шел вверх, были и скачки курса вниз, верно?

Евгений Ковалишин. А я и не говорю, что надо вкладываться в доллар, евро или рубль. Нас ведь покупательная способность волнует, а не бумажка. И тут мы приходим к фундаментальному положению аллокации активов, которое говорит, что в долгосрочном периоде акции растут опережающими темпами, потому что растут бизнесы компаний, которые формируют экономику. То есть, пока не прекратится рост населения и рост экономики, пока бизнесмены не прекратят придумывать новые продукты и услуги, экономика будет расти. И долгосрочный экономический рост будет отражаться в стоимости активов. Где именно он будет отражаться, в каком конкретном сегменте, узнать заранее — невозможно.

Единственная возможность участия в потенциальном экономическом росте — диверсификация активов. Поэтому чем шире диверсификация, тем лучше.

Константин Жеребцов. Мы не отрицаем, что расширение диверсификации — отличный метод. Но нужно проводить четкую границу, за которой диверсификация становится недостаточно качественным инструментом. Потому что многие лауреаты получили свои Нобелевские премии просто за доказательство того, что при инвестировании люди ошибаются. Причем этим дерзким открытиям не так много лет. А вообще капитал существует намного дольше — и гораздо больше процентов заработано именно на пассивных, фундаментально оцененных инвестициях. Они-то и пережили все пузыри и кризисы. Потому что бизнес был оценен по фундаментальным показателям, оценен

понятным и прозрачным способом.

И в этот верно оцененный бизнес были инвестированы средства — в конкретный бизнес, а не в биржевой индекс.

Предпосылка, что единственный способ инвестирования — это привязка к индексу, ошибочна.

Евгений Ковалишин. Проблема в том, что 100 лет назад рынок не был так эффективен. Сейчас вы можете торговать австралийскими опционами из любой деревни. На этом рынке сейчас работают все, от строителей до хиромантов. Часть трейдеров сидит прямо на бирже, чтоб не терять наносекунды, данные передаются со скоростью света. Благодаря этому, конкуренция приводит к тому, что цены на конкурентном рынке становятся близки к предельным издержкам. Ниже уже нельзя опустить.

Антон Говор. Иначе бы системы Баффета не работали в моменте.

Константин Жеребцов. А насколько большие объемы приходят на Московскую биржу из деревень?

Евгений Ковалишин. Конкретно из российских деревень — небольшие. Но есть американская деревня, называется Гринвич, это поселок в 30 минутах езды от Нью-Йорка, нечто вроде американской Рублевки. Вот оттуда очень много идет.

Робоэдвайзеры сейчас конкурируют, в том числе, и с ребятами оттуда. Сейчас уже нет такого локального рынка, который исторически был у первых брокеров. Когда преимущество было у обладателей телефонов с длинным шнуром. Брокер мог вытащить такой телефон прямо на трейдинг и звонить прямо оттуда, ему не надо было бегать из трейдингового зала к телефону. И тогда длина шнура решала многое. А сейчас рынок глобализован.

Екатерина Андреева. У меня вопрос о конкуренции. Кто клиент российского робо-эдвайзера, за чьи деньги идет конкуренция?

Антон Говор. По сути, мы решаем проблему инвестирования для населения.





К сожалению, подавляющая часть наших граждан умеет пользоваться только банковским депозитом. Да, увеличение количества финансовых посредников уменьшает доходность частных инвестиций. Поэтому простейший шаг, который может быть сделан — направить деньги инвесторов напрямую корпорациям через облигации. Следующий вопрос — как инвестору выбрать, какую облигацию купить? Ответ на этот вопрос инвестору способен дать робоэдвайзинг. Евгений Ковалишин. В рамках этой логики есть еще более простой шаг — бумажная облигация минфина. А если еще устроить выпуск выигрышных облигаций, как в советское время...

Антон Говор. Можно сделать еще проще. Доходность депозита Сбербанка составляет 8%, а облигация того же Сбербанка дает доходность 13%. Очевидно, что облигация выгоднее при одинаковом уровне риска. Например, в нашем акселераторе есть проект Yango, который помогает инвесторам сделать выбор облигаций и одновременно купить их на индивидуальный инвестиционный счет, увеличив доходность на 13%.

Екатерина Андреева. Действительно, в России в плане привлечения розничных инвесторов из депозитов на фондовый рынок — непаханое поле. Что защищает российского робоэдвайзера от конкуренции с иностранными аналогами? Кто мешает западным игрокам купить российского брокера — и работать через него в России?

Евгений Ковалишин. На самом деле западному брокеру с российским регулированием работать сложно. Помните ли вы, сколько было разговоров на тему, что придут западные банки, охватят весь ритейл — и ни одного российского банка на этом поле не останется. Ну и где они, эти страшные западные банки? Кроме Райффайзена, нет никого. Ни одного иностранного ритейлового банка в России сейчас нет. Поэтому нельзя говорить о том, что на российский рынок

легко и просто прийти с чисто технологическим решением.

Антон Говор. Робоедвайзер — это некий стандартизированный набор данных, который включает в себя отчет по стандартам МСФО. Это недешево. Кроме того, надо улаживать вопросы с регулированием. Кроме того, получить лицензию — для стартапа тоже достаточно дорого.

Екатерина Андреева. Ну объясните мне, почему робоедвайзеры не растут как грибы? Есть всего три российских проекта, которые работают или начинают работать.

Антон Говор. В акселераторе Московской биржи работают четыре робоедвайзера.

Евгений Ковалишин. Просто надо понимать, что робоедвайзер — это не только интерфейс. Есть соответствующее национальное регулирование: клиентам фонда нужно, скажем, проходить удаленно идентификацию. Вы можете себе представить западный фонд, который пришел на российский рынок — и ему предлагают организовать идентификацию клиентов через сайт «Госуслуги»?

Антон Говор. При этом денег на российском рынке не так много. Поэтому западные алгофонды придут в Россию в последнюю очередь. Начинать они будут в США, Европе, Азии.

При этом процедуры выхода на российский рынок, как уже сказано, все равно остаются не всегда удобными. Для того, чтобы пройти идентификацию через тот же сайт Госуслуги, получить подтвержденную запись, все равно придется хотя бы раз посетить пункт подтверждения личности.

Екатерина Андреева. Удаленная идентификация в России прекрасно работает. Как с использованием сайта «Госуслуги», так и без него. Достаточно знать только номер паспорта, ИНН или СНИЛС. Личная явка не требуется.

Антон Говор. Но иностранцы об этом пока не знают. Нужно делать локализацию, это требует денег. Потому им проще пока работать в Европе и Америке.

Илья Филиппов. Я бы сделал акцент на одной из прозвучавших мыслей: для западных игроков на российском рынке мало денег. И притом действует до-полнительный мультипликатор: деньги надо делить на локальные, свойственные только России сложности.

Екатерина Андреева. Можем ли мы говорить о том, что Российские компании, отлестингованные в России, могут конкурировать за деньги западных инвесторов? Почему бы Газпрому не рекламировать себя в качестве инструмента для инвестирования клиентам западных робоедвайзеров?

Антон Говор. Наши эмитенты могут конкурировать за деньги западных инвесторов. И могут побороться за деньги населения нашей страны. Важно объяснять не только, какой эмитент хороший, но и как собственно можно инвестировать.

Робоедвайзер — это продвинутая стадия инвестирования. Потенциальный инвестор-физлицо для начала должен понять, что существуют, например, облигации. Сейчас ситуация на фондовом рынке по-своему примечательна: 15% доходности депозитов закончились, сейчас доходность по рублевым вкладам находится в диапазоне 6-8%. А по облигациям можно получить больше 10%, учитывая возможность инвестировать через ИИС.

В то же время люди уже привыкли к высоким доходностям. Понятно, что реклама индивидуальным инвестиционным счетам нужна. Но я все-таки уверен, что в ближайшие годы население нашей страны придет к идее ИИСов.

Евгений Ковалишин. Собственно, на западе драйвером рынка и являются пенсионные счета; а они по ряду параметров аналогичны нашим ИИСам. Они долгосрочные, они вязкие, из них непросто вытащить деньги. С этой точки зрения, усилия по продвижению ИИСов — правильные.

И еще клиентов робоедвайзеров привлекает прозрачность. В Европе и США

нельзя не раскрывать определенный объем информации, за это предусмотрена уголовная ответственность.

А пока российский простой инвестор идет на рынок форекс. А дальше, как в анекдоте: то ли он украл, то ли у него украли, но неприятный осадок остался. Поэтому, думает инвестор, пойду-ка я лучше в Сбербанк, там мои деньги целее будут. Конечно, там нет 15-й доходности. Но альтернатива Сбербанку — только банк ВТБ.

Антон Говор. Могу поспорить, через год эти люди уже будут хорошо знать, что доходность по облигациям Сбербанка в два раза больше доходности его депозита.

Евгений Ковалишин. К тому моменту, когда инвесторы это узнают, цена облигаций Сбербанка вырастет, а доходность упадет. В соответствии с законами рынка. А емкость рынка не бесконечна. Российский рынок — узкий. Если на него запустить большое количество инвесторов, то там начнутся американские горки. Или придется все делать через ручные настройки, а это уже не массовый продукт.

Антон Говор. На мой взгляд, робоедвайзеры — это следующий шаг после привлечения массового инвестора на фондовый рынок. Сейчас актуальна задача продвинуть ИИС в сочетании с облигациями, чтобы у людей появилось понимание и опыт работы с инструментами, альтернативными депозитам.

Константин Жеребцов. Реально многое упирается в финансовую грамотность. Надо начинать с самого начала.

Виталий Казаков. У нас очень высокий индекс Джинни, очень высокое рас-слоение доходов. Получается, что 95% населения просто нечего инвестировать. А оставшиеся 5%, делая инвестиции, неплохо обходятся без робоедвайзинга. Инвестируют при этом, как правило, не через российских брокеров.

Новейшая история России — история кризисов. Падения рынка — не та картинка, которую обыватель хочет увидеть,

если несет свои деньги на рынок. Это аргумент не против робоэдвайзинга. Это скорее, прогноз того, что еще не скоро мы увидим население России несущим свои деньги на фондовый рынок. Среднего класса у нас нет, вряд ли он скоро появится. Права собственника защищены хуже, чем хотелось бы. Все это не дает поводов для оптимизма. Люди, которые хотят инвестировать, появятся после соответствующих институциональных изменений.

Антон Говор. В прошлом году Московская биржа проводила исследование рынка розничных инвестиций. Свыше 6 миллионов граждан России имеют депозиты объемом свыше 1,5 млн рублей. Они начинают нести риски, потому что это выше застрахованной суммы (которая, как известно, составляет 1,4 млн рублей). По отношению к рискам есть две основные группы инвесторов, ориентированных по-разному. Первая группа готова нести исключительно низкие риски, они готовы инвестировать, скажем, в облигации Газпрома. Для них понятен выбор между депозитом Сбербанка и его же облигацией, вопрос лишь один: где купить эту облигацию.

Инвесторы второй группы массово инвестируют деньги в пределах суммы, гарантированной АСВ, в те банковские депозиты, которые дают самый высокий процент. Это банки в конце 6-й сотни. Эти инвесторы тоже хорошо понимают свои риски. Как мы видим, уже 10% населения страны понимают риски, умеют с ними работать, готовы инвестировать и понимают, что это такое. Вопрос лишь в том, что для них нет удобных инструментов и недостаточно стимулов.

Если мы встретимся здесь же через полтора года, то уверен, картинка будет очень позитивная.

Евгений Ковалишин. Как раз хотел призвать обратиться к цифрам. Наша оценка говорит о том, что примерно 5 миллионов граждан РФ действительно готовы инвестировать в инструмен-

ты фондового рынка. Плюс следует учитывать культурные особенности. А они таковы, что наш человек готов купить БМВ или потратиться на свадьбу. Классическое демонстративное потребление: деньги есть, но тратят не совсем правильно. Это уже наша задача — подтолкнуть людей туда, куда реально им самим и надо. Считать людей глупыми — неправильно. Посмотрите на динамику плохих кредитов: народ начинает понимать, как надо тратить.

Деньги также вкладывают в недвижимость. В квартире можно жить, можно сдавать ее, оставить детям. Так что вопрос не в отсутствии денег, вопрос — в голове, представления населения надо менять.

Ну и технологии несут смерть традиционной модели индустрии управления активами, ведь робоэдвайзинг — это еще и дешево.

В целом в экономике очень многие массовые профессии будут заменяться автоматизированными сервисами. В этих условиях единственный способ полноценно поучаствовать в экономическом росте — через фондовый рынок. Рабочее место (и связанная с ним зарплата) может быть достаточно быстро вытеснено технологиями.

Виталий Казаков. Если человек захочет стать соинвестором через робоэдвайзинг, он сможет участвовать в росте?

Евгений Ковалишин. Прелесть автоподхода заключается в том, что не надо думать, хороша инвестиция или нет. Один мой знакомый в свое время не стал инвестировать в ценные бумаги компании «Старбакс». Потому что у него был выбор, но не было робоэдвайзинга. Таких историй — масса, мы не знаем, как будет развиваться тот или иной бизнес. Но если в портфеле вашего индексного фонда, наряду с плохими инвестициями, есть бумаги Facebook или Google, то они вытащат все другие неудачные инвестиции. Это происходит именно через индексное инвестирование.

Екатерина Андреева. Мы не обсудили, каковы преимущества активного и пассивного инвестирования.

Антон Говор. Технологии развиваются таким образом, что сейчас реально задача сделать активное управление инвестиционным портфелем таким же дешевым, как пассивное. В моем понимании, это приведет к концу традиционного управления активами.

Евгений Ковалишин. Ну вряд ли к концу. На самом деле инвестиции — это психология. Человек купил акцию, она выросла. Начинаются переживания: продать ли ее сейчас или позже. Если цена акции растет, а человек ее уже продал, начинаются переживания о недополученном доходе. Если цена падает, все еще хуже. Один мой знакомый все время пересчитывает свои инвестиции в наиболее укрепившейся за соответствующий период валюте. Не знаю, как он выдерживает, потому что в самой твердой валюте любые инвестиции всегда убыточны. Поэтому, если у человека есть деньги на то, чтобы платить психологу в лице управляющего активами, то этот бизнес не умрет. Работать с менеджером — совсем не то, что убиваться о последствиях самостоятельных решений. Менеджер предложит вам кофе, узнает о здоровье жены или мужа. Расскажет о том, что Баффет потерял миллиард в то самое время, когда вы заработали рубль. Предложит билет в Большой театр, в качестве компенсации низкой ставки по вашему счету, — ну низкая ставка, ну что ж делать. Потом вам дают бумажку, вы ее подписываете — и гора с плеч. Этим и занимаются премиальные фонды. А для мелкого клиента инвестфонд организует чат ботов, которые тоже будут ему рассказывать про Баффета или анекдоты.

Виталий Казаков. Такие фонды производят все-таки аллокацию капитала. И как будет происходить аллокация без фондов?

Евгений Ковалишин. Успех алгоритмических фондов обусловлен их конкуренцией с фондами активного управления. Потенциальный выигрыш в этой борьбе огромен и всегда найдется новый желающий поучаствовать, поэтому активные фонды будут всегда, даже если их останется относительно небольшое количество.

Антон Говор. Активный управляющий живет за счет больших данных, которых нет у других. Робоэдвайзер объективно читает больше информации, чем человек. Это закономерность. Но всегда останется инсайд; это значит, что останутся и люди, которые на этом могут и хотят заработать. И на поле инсайдерской информации нет места роботам, эта информация роботам недоступна.

Екатерина Андреева. Как можно оцифровать некоторые российские реалии, например, размытие капитала или принудительный выкуп акций?

Антон Говор. Все данные оцифровать невозможно. Но есть много данных, которые хорошо оцифровываются. Любой управляющий получает информацию, которая не ограничена одним источником, видит все торговые потоки, тогда как брокеру видна только часть. Биржа может сложить из торговых потоков целую картинку, а точнее, паттерн поведения, по которому можно определить реальную картину.

Это следующий шаг в повышении прозрачности рынка.

Раньше про торговые потоки знали только брокеры. Робоэдвайзер — это тот, кто умеет хорошо обрабатывать большие массивы данных. Причем чем больше массивов данных он собирает и обрабатывает, тем лучше будут результаты его операций. Есть массивы данных, которые прежде были непубличными, а теперь наоборот: например, внебиржевые сделки.

Евгений Ковалишин. Есть еще один тип управляющих. Они наблюдают эту битву титанов, эту конкуренцию активных и пассивных управляю-



щих — и зарабатывают на том, что ребята, конкурируя, быстро устраняют любую эффективность. В результате цена актива максимально приближается к справедливому значению, к цене, определяемой по фундаментальным показателям. И тогда начинается история с портфельным asset allocation, который хорошо оцифровывается. Респект людям, которые так работают, которые ставят соответствующую технику, обрабатывают большие массивы данных. Это тяжело и дорого, они прокладывают тропу, как слоны. За ними идти уже проще; здесь уже можно запускать роботов и оцифровать необходимые данные.

Антон Говор. Керри трейд четко цифруется, например, по свопам. Если видно, что нерезиденты начали закрывать позиции, то это тренд, и это будет стабилизировать рынок, будет больше информации по цене. Агрегируя такие данные, можно ловить много информации, что и делают робоэдвайзеры, потому что они могут использовать большие массивы данных, в отличие от портфельных инвесторов.

Евгений Ковалишин. Тут вопрос в объемах рынка.

Антон Говор. Если на рынке работает один алгоритм, то да. Это приводит к резким движениям рынка. Но если все игроки будут работать по разным алгоритмам, то сложится иная рыночная картина.

Екатерина Андреева. Похоже, нам осталось обсудить только один вопрос — есть ли необходимость в регулировании робоэдвайзинга в России, и если есть, то какая?

Константин Жеребцов. Первое, с чем мы столкнулись, выйдя на рынок, это отсутствие четко сформулированной понятийной базы. Это сейчас позволяет называть робоэдвайзингом все что угодно — и торговых роботов, и алготрейдинг, и автоследование. Любые торговые практики. Наверное, здесь нужны и полезны были бы какие-то четкие опре-

деления, как мы обсуждали в начале дискуссии.

Евгений Ковалишин. Робоэдвайзинг — это вполне конкретный инструментарий, своего рода доверительное управление. Наверное, здесь было бы полезно ввести определенную фидуциарную ответственность. Ведь управление — это не совсем трейдинг, люди не сами определяют, какие активы покупать-продавать. Задача введения такой ответственности — масштабная. Банки рекламируют себя много лет, есть Агентство страхования вкладов, у банковских вкладчиков нет риска, поскольку любые суммы они могут разложить по разным банкам в объеме 1,4 млн. С такими вещами управляющим тяжело конкурировать.

Вот ключевая задача. Регулирования в целом по индустрии уже много, и надо его докрутить таким образом, чтобы конкуренция между банками и участниками рынка ценных бумаг стала равной.

И нужно стимулировать спрос населения на инструменты фондового рынка. Это задача большая, надо решать ее всем игрокам вместе.

Антон Говор. Чем больше регулировать новых игроков, тем сложнее им появляться. Важно соблюсти баланс между защитой прав инвестора и возможностями для профучастников. Например, не нужно усиленно регулировать квалифицированных инвесторов, но необходимо ограничивать риски начинающих. В крупном брокерском бизнесе инновации будут идти медленно, поэтому их будут развивать маленькие компании, которых надо регулировать достаточно мягко, в облегченной форме.

Евгений Ковалишин. Согласен, для инновационных компаний надо устанавливать более мягкое регулирование.

Илья Филиппов. Пока индустрия робоэдвайзинга еще не вполне сформирована. Неправильно регулировать правила для практик, еще не сложившихся. И надо не забывать, что все-таки здесь велика доля именно эдвайзинга,

то есть, консультационных услуг. Если у регулятора есть понятные требования к инструментарию, его качеству и обоснованию ограничений для неквалифицированных инвесторов, то этим можно ограничиться.

Антон Говор. В России действуют рекомендации регулятора по трактовке сервисов, имеющих вид финансовых пирамид. Точно так же в американской структуре есть ряд рекомендаций, которые описывают принципы работы робоэдвайзеров. Имеет смысл учитывать эти трактовки. Хотя бы для того, чтобы понять, как выглядит и как работает обычный робоэдвайзер. Речь не о жестком закреплении правил, а о том, чтобы задать формат.

Екатерина Андреева. Коллеги, большое всем спасибо, считаю наше обсуждение очень продуктивным. Спасибо. □