

Идеальный инструмент

В России появится законодательная база для одного из самых востребованных на западных рынках инструментов «пассивного» инвестирования — ETF

Пока законодатель решает дилемму: внести поправки в законодательство, чтобы механизм ETF заработал в России напрямую, либо допустить на российский рынок бумаги иностранных ETF. Компании уже готовы предлагать инвесторам новый инструмент, но потребуется время, чтобы российский инвестор в него поверил.

Exchange Traded Fund — «торгуемый на бирже фонд», довольно новый и ставший популярным на западных рынках инструмент для «пассивного» инвестирования, только начинает завоевывать место на российском рынке. Существующее законодательство пока не позволяет обращаться акциям ETF на нашей бирже по тому же механизму, как на западных, но поправки готовятся. Одновременно идет дискуссия: стоит ли «пускать» на российский рынок акции иностранных ETF.

О перспективах этого инструмента на российском рынке, его полезности и проблемах, связанных с отсутствием необходимого законодательства, беседуют заместитель начальника управления регулирования и контроля над коллективными инвестициями ФСФР России Александр Арефьев, директор отдела по структурированию и поддержке фондов УК «Тройка Диалог» Василий Илларионов, руководитель департамента исследований компании «FinEx plus»

Владимир Крейнделъ и начальник отдела анализа рынка департамента фондового рынка ММВБ-РТС Кирилл Пензин. Модератор — Ольга Кудинова.

— Когда появились первые ETF?

Кирилл Пензин. Первые ETF были созданы в 1989–1993 годах, в форме открытых фондов на акции. Был придуман финансовый инструмент, аналогичный взаимным фондам, но с возможностью биржевой торговли и более дешевый для инвесторов.

Василий Илларионов. Первый ETF появился в Канаде, потом они стали активно развиваться в США. Позже они появились и в Европе. Бум ETF произошел в конце 90-х и, можно сказать, что продолжается и по сей день.

Кирилл Пензин. Акции ETF, в отличие от взаимных фондов, в основном обращаются на бирже, и без каких-либо дополнительных ограничений: есть возможность коротких продаж, маржинальной торговли. А у взаимных фондов ценообразование идет только по итогам

дня, и они могут быть проданы или куплены только у управляющих компаний.

Василий Илларионов. Популярность ETF объясняется тем, что продукт был создан именно для биржевых инвесторов, которым важна ликвидность и возможность мгновенно открыть или закрыть позицию, открыть короткую позицию, возможность взять левиридж через репо по бумагам. И в то же время ETF дают диверсификацию, потому что в одной бумаге инвестор с минимальными издержками покупает сразу весь индекс.

— Сколько средств сейчас находится под управлением?

Владимир Крейндель. 1,3 трлн долларов.

Василий Илларионов. И примерно половина — у BlackRock Inc. (крупнейшая в мире американская компания, оказывающая услуги в области инвестиций, инвестиционного консультирования и управления рисками).

Владимир Крейндель. Да, BlackRock Inc. — сегодня это лидер этой индустрии, эти позиции он занял после того, как в кризис 2008 года купил фонды Barclays I Shares.

— Как работает механизм ETF?

Кирилл Пензин. В ETF главный игрок — это спонсор, «эмитент», который регистрирует у регулятора проспект фонда и инвестиционную декларацию, заключает договоры с депозитариями, кастодианами, где будут храниться соответствующие активы, договоры с авторизованными участниками. Спонсор формирует блок акций ETF (стандартно 50 тыс. акций), которые потом будут выкупаться авторизованными участниками рынка. Он также ежедневно определяет некий стандартный пакет бумаг (портфель обеспечения),







который должен внести участник в обмен на блок акций ETF, который он в дальнейшем продает на открытом рынке.

— В проспекте фиксируется конкретный портфель акций?

Василий Илларионов. Да, он соответствует индексу, на который ориентируется этот ETF.

— И устанавливается срок обращения «акций ETF»?

Александр Арефьев. Все зависит от формы, в которой создан фонд. Всего в мире существует три формы — трастовая, контрактная и корпоративная. Тресты подчинены англосаксонскому праву и могут создаваться на определенный срок. В основе контрактной формы лежит договор управления имуществом, который содержит срок. Фонды в корпоративной форме создаются на бессрочной основе.

В Европе наиболее распространенная форма — корпоративная. Фонды в этой форме создаются в виде инвестиционных компаний с переменным капиталом. Как правило, это открытые фонды.

Кирилл Пензин. Есть разные подходы к отражению фондом динамики базового индекса, то есть к репликации. Есть полная репликация (physical replication), когда активы фонда в точности соответствуют составу индекса, но это, как правило, «узкие» индексы, содержащие ликвидные бумаги, которые есть на рынке и которые можно в любой момент купить и продать в требуемом количестве.

Но есть индексы «широкого рынка», содержащие, например, 1000 бумаг и более. Такие фонды сложнее реплицировать, поэтому в этом случае приобретаются выборочно только основные бумаги, а остальные активы реплицируются с помощью деривативов (свопов, фьючерсов).

Фонды на индексы, часть активов которых вообще недоступна (например, на развивающихся рынках), реализуются через свопы. В индустрии ETF используются различные методы репликации, хотя если взять пример того же BlackRock, то на американском рынке доминирует physical replication, потому что считается, что она

менее рискованна, меньше связана с системными рисками и рисками контрагента.

Василий Илларионов. Один из важнейших показателей для ETF — это ошибка отслеживания индекса, или «стандартное отклонение от индекса». Реплицировать можно с разными допущениями. Инвесторы, естественно, стремятся на это: если управляющему удастся минимизировать это отклонение, то этот фонд пользуется большей популярностью и получает лучшую ликвидность.

Кирилл Пензин. Отклонения, тем не менее, возникают, и прежде всего, для фондов, у которых есть проблемы с репликацией из-за «экзотического» состава индексов. Заметные отклонения возникают также у фондов, которые отражают стоимость commodity. Это связано с преимущественным использованием фьючерсов вместо физической репликации. Но в целом, если говорить об отклонении, то оно минимизируется за счет возможности арбитража: как только цена акций ETF, к примеру, снижается относительно стоимости активов, инвестор может купить их на рынке, сдать в фонд, получить бумаги, и продать их на рынке с прибылью, и наоборот.

Владимир Крейндел. Есть исследование «Дойче банка», где они взяли более 40 ETF и изучили показатель ошибки отслеживания индекса. У ETF она оказалась небольшой: всего около 50 базисных пунктов. Это действительно маленькая величина, если сравнивать этот показатель со взаимными фондами, где ошибка идет уже на проценты.

Если говорить о точности слежения за индексом, преимущество ETF в этом за счет своего механизма и участия авторизованных участников. Как только корзина бумаг, которая соответствует ETF, стоит больше или меньше чистой стоимости (NAV) пая, авторизованный участник может как продать или купить бумаги на рынке, так и создать или погасить паи фонда, тем самым приводя стоимость корзины в соответствие с NAV. Таким образом, очень точно от-

слеживается, что стоимость пая соответствует стоимости корзины бумаг, которые привязаны к этому паю.

— Кто обычно выступает авторизованным участником?

Владимир Крейндел. Авторизованные участники — это, как правило, крупные инвестбанки.

Кирилл Пензин. Которые выкупают блоки акций и потом продает их в розницу.

Василий Илларионов. И они же являются маркетмейкерами фонда.

Вторым фактором, помимо арбитража, который минимизирует ошибку отслеживания, является то, что в фонд ETF вносятся бумаги и забираются бумаги. То есть у него нулевая кэш-позиция. А во взаимные фонды вносятся деньги, на которые покупаются бумаги, если инвестор выходит — бумаги продаются, ему выплачиваются деньги. Там за счет денег возникает определенный лаг.

Владимир Крейндел. Я бы добавил еще один фактор, влияющий на ошибку отслеживания, — это те издержки, которые спонсор вешает на фонд. У ETF она кардинально меньше, чем у взаимных фондов. Многие фонды ETF имеют 15 базисных пунктов, популярные — чуть больше, например, 40. Но это даже не сравнимо с теми цифрами, что просят за свои услуги взаимные фонды, в первую очередь активного управления. Хотя сейчас индексные фонды под влиянием конкуренции с ETF стали предлагать достаточно конкурентный уровень издержек.

Тем не менее, если мы сравним динамику индекса, динамику взаимного фонда на этот индекс и график ETF, то ETF будет идти очень плотно рядом графиком индекса. Выигрыш ETF по точности слежения индекса очевиден.

— Получается, это просто идеальный инструмент. А какие у него риски?

Владимир Крейндел. Об этом говорят прежде всего регуляторы. Европейский регулятор (ESMA) периодически выпускает консультационные документы о том, какие возможные риски могут быть

у ETF. В первую очередь говорится о риске контрагента, в случае, когда у нас не физическая, а своп репликация. У регулятора возникает вопрос — а кто и как делает этот своп. Впрочем, недавно агентство ESMA объявило, что не будет выставлять дополнительных требований к «синтетическим» фондам.

Фактический отказ от претензий был вызван, на мой взгляд, тем, что индустрия достаточно убедительно ответила на вызов регуляторов: что своп гарантирован обеспечением, и гипотетические риски эти в ETF ни разу еще не реализовались. Были примеры больших проблем у взаимных фондов денежного рынка. С ETF риск контрагента практически невозможен, если только сразу не «накроются» несколько авторизованных участников или контрагентов, которые делают свопы.

Все эти элементы риска, о которых упоминается в директивах регулятора, — они внешние по отношению к индустрии.

Кирилл Пензин. В основном регуляторы видят риски при своп-репликации, а не в случае физической репликации. Для своп-репликации основной путь снижения рисков — заключение договоров с несколькими своп-провайдерами одновременно.

С точки зрения европейских регуляторов основной риск ETF возникает тогда, когда фонд связан с материнским банком, который одновременно является спонсором, маркетмейкером и своп-провайдером этого фонда. То есть может так случиться, что этот банк будет «сливать» в такой фонд «неликвиды» в качестве обеспечения, которые не смогут быть в случае необходимости реализованы.

Василий Илларионов. Если резюмировать риски, то для фондов с синтетической репликацией индекса есть кредитный риск, но его можно диверсифицировать, и кредитный риск, обычно на надежный банк с рейтингом А. Плюс, в отличие от обычных фондов, где можно дать заявку на погашение открытых паев, здесь ликвидность только биржевая, и в случае закрытия торгов или кризисной ситуации, спреды сильно расширяются, ликвидность пада-





ет — нет гарантированной возможности прийти и по текущей СЧА погасить паи.

Александр Арефьев. Я бы отметил пару аспектов в работе индексных фондов с синтетической репликацией. В настоящее время мировые тенденции в регулировании внебиржевых деривативов направлены на их стандартизацию и на концентрацию кредитных рисков участников деривативного рынка у центральных контрагентов. Одновременно рассматривается вопрос об ужесточении требований к капиталу финансовых организаций, практикующих нестандартные контракты. Таким образом, ETF, который реплицирует индекс через нестандартный своп, а это, как правило, нестандартный своп, в будущем может столкнуться с проблемой роста издержек на поддержание репликации индекса.

— На каких инвесторов рассчитаны ETF?

Александр Арефьев. Изначально на розницу.

Василий Илларионов. Если обратиться к экономическому аспекту, то ETF, если сравнивать их с фьючерсами, более интересны долгосрочному инвестору, потому что во фьючерсах ликвидность сосредоточена в коротких контрактах, и чтобы длинную позицию долго держать, надо периодически делать «ролл-овер», что вызывает дополнительные расходы.

Кирилл Пензин. На американском рынке паритет во вложениях в ETF: половина — институционалы, половина — частные инвесторы.

Владимир Крейндель. Использование ETF со стороны институциональных инвесторов началось, и оно, скорее всего, будет расширяться. Я бы не говорил, что оно ориентировано на розницу.

Недавно было опубликовано исследование Greenwich Associates, насколько институциональные инвесторы используют ETF. Оно показало, что достаточно крупные американские пенсионные фонды используют в своих портфелях ETF. При этом ETF используются не только как долгосрочные инвестиции, но и как краткосрочные. Например, у фонда

появились свободные денежные средства, которые нужно временно куда-то положить, чтобы они «покрутились», но это должен быть надежный, понятный, ликвидный инструмент. ETF для этого в достаточной степени подходит.

Василий Илларионов. ETF ориентированы на биржевых инвесторов, а биржевые инвесторы — это все начиная от розницы и заканчивая институционалами. По обычным управляемым стратегиям с российских НПФов можно получить от 0,5 до 1% СЧА в год. ETF как раз является инструментом, в котором можно сосредоточивать эти активы.

— Сколько стоит обычно акция ETF? Это дорогой инструмент?

Кирилл Пензин. Нет, не дорогой. Когда фонд выходит на рынок, его акции могут стоить порядка 1000 рублей.

Василий Илларионов. Лоты в ETF — как по обычным акциям.

Первый российский опыт

Василий Илларионов. Мы чуть больше года назад запустили наш первый российский ETF. Уже есть трек-рекорд, и мы планируем активно его продавать институциональным инвесторам.

— Кто авторизованные участники, которые у вас выкупают акции, или вы пока сами продвигаете этот фонд?

Василий Илларионов. Пока маркетмейкер — это только ИК «Тройка Диалог», тем не менее ликвидность фонда хорошая. Спред между покупкой-продажей — семь базисных пунктов. Расходы на одну сделку составляют порядка 6–8 базисных пунктов. Эмитент, управляющий фондом — УК «Тройка Диалог». Обороты — 7–8 млн долларов в день. Инвесторы — больше розница, но начинают появляться институциональные.

— Где торгуются бумаги?

Василий Илларионов. Бумаги обращаются на РТС-Стандарт, и с конца 2011 года мы также запустили их на MICEX T+0.

— В чем особенность этих бумаг?

Кирилл Пензин. На мой взгляд, главной проблемой появления ETF на россий-

ском рынке на сегодняшний день является то, что в соответствии с действующим законодательством нельзя делать физическую репликацию.

Физическая репликация определяет решающие преимущества ETF. Как уже было сказано, при физическом погашении не возникает налоговых последствий для контрагентов, результат — снижение затрат. Фонд может не иметь денежной составляющей, необходимой взаимным фондам для погашения паев, результат — значительно более точное слежение за базовым индексом. По сути, схема физической репликации уже есть на нашем рынке — это РДРы. Там тот же принцип: депонируешь акции — получаешь РДРы. Почему это до сих пор не реплицируется на ETF?

Александр Арефьев. На мой взгляд, проблема лежит в законодательном регулировании. Существующая модель паевого фонда законодательно предусматривает ежедневный или интервальный выход владельцев паев из фонда. При этом выход из фонда осуществляется в денежной форме.

Что происходит с индексным фондом, если приходит владелец пая и обналчивает его? Происходит продажа активов фонда для того, чтобы выплатить деньги владельцу пая, а после этого реструктуризация портфеля в соответствии с заявленным индексом. Также портфель реструктурируется при приобретении инвестиционных паев. Соответственно управляющий вынужден постоянно выправлять портфель с целью минимизации ошибки отслеживания, что повышает расходы фонда.

Кирилл Пензин. Или держать денежную позицию.

Александр Арефьев. Тогда это все равно приведет к ошибке отслеживания. Любая денежная позиция неизбежно приводит к разрыву динамики портфеля от динамики индекса. Устранение этого разрыва достигается путем размещения денежных средств в финансовые активы. Для того чтобы деньги часто не вливались в фонд, многие

используют экономический стимул — высокий барьер на вход, например.

Возможность внесения в фонд только денежных средств и возможность забрать только деньги была предусмотрена для классических фондов с активным управлением. Цель, которая преследовалась, очевидна — установление для инвестора объективно справедливого входа в фонд и выхода из него.

Что касается индексных фондов то классическая модель для него явно не подходит. И для того чтобы исправить ситуацию, на данном этапе у нас уже прошли первое чтение поправки в закон, регулирующие деятельность биржевых фондов.

— Поправки в какой закон и в чем их суть?

Александр Арефьев. Это поправки к закону «Об инвестиционных фондах». Базисная идеология этих поправок взята из директивы ЕС, которая исходит из того, что способ, которым инвестор выходит из фонда не существен, важно обеспечить его право выйти из фонда в любой день по стоимости чистых активов. Проект поправок предусматривает право инвестора выйти из фонда по стоимости чистых активов путем продажи паев на бирже, а управляющая компания соответственно обязана обеспечить ему такие условия. Реализация этого механизма будет осуществляться через «авторизованных участников» — маркетмейкеров, которые будут обеспечивать обращение паев, не затрагивая при этом сам портфель фонда.

Эти самые «авторизованные участники» будут иметь исключительное право на приобретение паев при их выдаче и на погашение паев. Также они смогут входить в фонд ценными бумагами и выходить из фонда ценными бумагами так, чтобы сохранить структуру портфеля.

Все эти новеллы прописаны, и теперь мы ждем, когда этот закон пройдет второе и третье чтение и будет принят. После этого в России появится новый для нас инструмент и новая правовая конструкция пассивного управления портфелем.

Кирилл Пензин. Насколько я понял, физическая репликация будет возможна?

Александр Арефьев. Да, физическая репликация будет возможна.

Кирилл Пензин. В США пошли немного по другому пути: у них закон об инвестиционных компаниях 1940 года также предусматривает погашение пакета паев в денежной форме в любом размере и только управляющей компании. Однако при этом SEC имеет полномочия и выдает вновь создаваемым ETF «освобождения» от ряда требований закона, в том числе от погашения в денежной форме, от погашения пакета любого размера.

— Там закон разрешает SEC что-то устанавливать на уровне своих правил..

Александр Арефьев. У них англосаксонская система права, которая мало применима к нашему континентальному праву.

Василий Илларионов. Поэтому я расскажу, как нам живется без тех изменений, которые пророчит ФСФР. Наш фонд признан ETF не самими нами, а BlackRock Inc, он включен в отчет по рынку за 2010 год. Чем он отличается от российских индексных ПИФов, в том числе, застингованных на бирже: все наши «обычные» ПИФы открыты, инвесторы могут приходиться и небольшими частями покупать или гасить паи, постоянно приходится кэш, паи выдаются по одной стоимости, бумаги, учтенные в этой стоимости, покупаются по другой, в результате этого возникает ошибка отслеживания.

Что мы сделали: мы прописали в правилах такие условия, что для инвесторов обращение с заявкой на первичную выдачу и погашение паев стало крайне невыгодным, за счет максимальных надбавок для всех, за исключением маркетмейкеров фонда. В результате первичные операции с паями совершают только маркетмейкеры, вся остальная ликвидность сосредоточена на бирже.

Также мы заключили договор с РТС о публикации на сайте в реальном времени состава портфеля фонда и оценке индикативной стоимости пая по текущей стоимости бумаг в течение всего дня. Она

является ориентиром для инвесторов по операциям покупки-продажи паев на бирже. Это сделало фонд максимально информационно прозрачным, инвесторы видят, что в портфеле в реальном времени очень близкий к нулю кэш.

Как нам удается поддерживать нулевой кэш при условии, что мы все-таки вынуждены продавать и покупать паи за деньги — только за счет операционной схемы взаимодействия с маркетмейкером. Он продает паи на бирже с расчетами T+4, одновременно покупает корзину бумаг, подает заявку на покупку паев, и когда ему выдаются паи, продает фонду свою корзину, которой он хеджировался, пока у него не было паев. Тайминг сделок таков, что фонд покупает бумаги фактически по такой же стоимости, какая была учтена в стоимости выдаваемых паев.

Физически кэш в фонде бывает, но он сведен к минимуму и всегда завешен соответствующей кредиторской задолженностью.

— Сложно, наверное, поддерживать такую систему?

Василий Илларионов. Это требует четкого операционного контроля за операциями, но это единственный путь при действующем регулировании.

В мире распространенная маржа ETF — 15-20 базисных пунктов. Но если брать западные ETF на российский рынок, их 6 или 7, то у них у всех маржа — 60-70 базисных пунктов. При этом у них затраты — примерно 0,7%, у нашего фонда — 1,5%, но это с учетом НДС, вознаграждения управляющей компании, спецдепозитария, и регистратора. Зарубежные фонды не платят НДС.

Тем не менее мы планируем еще снижать издержки за счет изменений в правилах вознаграждения управляющей компании до 0,5% по мере увеличения активов фонда.

— Это бизнес-проект или в большей степени имиджевый?

Василий Илларионов. Мы решили параллельно с линейкой наших розничных ПИФов создавать как хедж-фонды, так

и направление пассивного инвестирования, потому что оно тоже имеет своих инвесторов, и в будущем количество этих инвесторов будет увеличиваться.

Больших издержек он нам пока не приносит, большого дохода пока тоже, потому что он небольшой. Когда у компании 24 своих открытых фонда, нетрудно запустить еще один — особых операционных издержек для компании нет. Зато мы получаем продукт, у которого уже будет длительный трек-рекорд, и когда туда пойдут большие деньги, то он станет для нас просто более существенным в нашем бизнесе.

— Сколько сейчас средств в вашем фонде?
Василий Илларионов. Сейчас чуть больше 20 млн долларов.

— Это считается много или мало?

Василий Илларионов. Ну у нас вся индустрия маленькая. Для зарубежного ETF это, конечно, смешная сумма.

Кирилл Пензин. А фонд остается в том же объеме, как и был при учреждении?

Василий Илларионов. Нет, деньги от инвесторов приходят. Своя позиция в фонде тоже есть, понятно, что она может уменьшаться или увеличиваться. Сейчас для торгов паями фонда на ММВБ, где расчеты T+0, надо поддерживать «подушку» чтобы увеличивать спрос, для торгов через РТС, где расчеты T+4, такой подушки не нужно.

Эта «подушка» в любом случае варьируется, потому что бывают разные ситуации — рынок начинает падать, инвесторы — продавать, и возникает запас.

Альтернативный вариант

— Владимир, насколько эффективной вам кажется созданная схема?

Владимир Крейндел. Я выступаю за другую схему. Приведу параллель: можно самим построить автомобильный завод, долго совершенствовать конвейер, и, возможно, он будет в итоге выпускать хорошие автомобили. Можно ничего не производить, а, например, выращивать зерно, отправлять его за рубеж и на вырученные деньги покупать автомобили. Но есть промежуточный способ, кон-

вейерная сборка: мы что-то привозим из-за рубежа, а что-то все-таки делаем здесь.

Идея, за которую ратует наша компания, заключается в том, чтобы все-таки спонсор ETF был зарегистрирован за границей, а все остальные участники процесса – депозитарии, маркетмейкеры – это можно было бы иметь в России.

Преимущество в том, что там схема отработана. Есть фидуциарное право и принцип разумного инвестора, есть отработанные процедуры выпуска, обращения ETF, прозрачный учет прав. Российское законодательство, даже если будет принято и введено, наверняка потребует отладки, у него будут недочеты, которые надо будет исправлять. Наверное, иностранным участникам, потенциальным инвесторам прийти в Россию и вложить свои деньги на не совсем понятных условиях будет сложно.

Есть налоговые минусы — есть там плюсы, которые довольно сложно будет принести на российскую землю.

Если у нас происходит регистрация иностранного ETF, который выводится на российскую биржу, на наш взгляд, это более простой, разумный способ импорта этого института. И не много нужно, чтобы иностранные ETF сюда пришли. Фактически, это внесение изменений в несколько приказов ФСФР, касающихся требований к брокеру, требований по раскрытию информации.

— А как же будет решаться самая главная проблема — что паи не могут погашаться акциями? Александр Арефьев. Если спонсор зарегистрирован не у нас, то вся эта процедура тоже будет происходить не у нас. Здесь речь идет о том, чтобы бумаги, которые выпускаются там, обращались здесь.

Проблема — как допустить эти бумаги сюда. Если бумага прошла процедуру допуска к инвесторам на бирже, она может обращаться в нашей юрисдикции публично. Если она не прошла процедуру допуска, то у нас она — для квалифицированных инвесторов.

Как понимаю, речь идет о процедуре допуска, которая позволяла бы им продавать эти бумаги здесь публично. Для этого нужно бумаги допустить на биржу, соот-





ветственно, нужен брокер, который бы подписал этот проспект, составленный также на русском языке, для наших инвесторов. И брокер принял бы на себя ответственность за раскрытие той информации, которую должен раскрывать тот провайдер.

Но у нас существует ряд нормативных норм, которые говорят, что если к нам приходит ETF, то у него должен быть маркетмейкер, который ему обеспечит обращение здесь, и в правилах должны быть указаны наш регулируемый рынок – любая биржевая площадка. Если говорить о европейской директиве, которая как раз распространяется на европейские фонды, она обязательна для применения, там есть требование к проспекту. Проспект должен обязательно содержать все регулируемые рынки, где это все обращается.

Дальше возникает единственный момент — они должны маркетироваться у нас, но не сказано, с каким объемом. И вот тут возникает проблема, поскольку маркетмейкер должен заложиться на то, что он обязан выкупить все, что ему принесут, и никаких лимитов не устанавливается.

А у нас любой маркетмейкер работает по определенным лимитам. И если он исчерпывает своей дневной лимит, то дальше он может только ребалансировать свой портфель, или захеджировать собственную позицию.

Я так понимаю, это одна из тех самых проблем, которая не позволяет в должном виде продавать и покупать паи иностранных ETF на наших биржевых площадках, потому что возникает неограниченный риск для маркетмейкера?

Понятно, еще препятствием является требование к брокерам институционального характера — требования к капиталу, опыту работы и т.д.

Василий Илларионов. Рассматривая вопрос допуска иностранных ETF на наш рынок, безусловно, ряд индексов реплицировать через российские фонды просто не имеет особого смысла, например, если есть ETF на индекс S&P500, зачем создавать такой российский ETF.

В то же время российские локальные ETF имеют преимущества, потому что они покупают локальные бумаги, которые торгуются с дисконтом к ADRам, через которые сконструированы западные фонды на наш рынок.

Но в целом утверждение, что когда мы допустим западные ETFы на нашу биржу, то никакого ущемления для интересов инфраструктуры российского финансового рынка нет, и не произойдет ничего страшного, — лукавое.

Биржевой депозитарий, конечно, будет российский. Но кастодиан, регистратор — на Западе это называется администратор (тот, кто будет осуществлять конечный учет прав) — будет иностранный. Управляющая компания будет иностранная. Регулятор тоже будет иностранный.

На мой взгляд, правильнее принять в ускоренные сроки законодательство по российским ETF и развивать этот рынок. И тогда уже создавать конкуренцию в виде вывода иностранных ETF на наш рынок.

— Владимир, вы согласны?

Владимир Крейндел. Вопрос, как лучше устроить конкуренцию, — это больше философский вопрос. Наверное, можно найти аргументы и в одну, и в другую сторону. Но идеология протекционизма, закрыться, вырастить у себя что-то хорошее, чтобы потом кто-то сюда пришел, на мой взгляд, несколько противоречит идеологии международного финансового центра. Чем больше инвесторов сюда придет, чем выше будут обороты — тем больше выиграет рынок в целом.

На наш взгляд, идея с разрешением обращения западных ETF здесь, может быть, за счет увеличения инструментов и ликвидности, сделает нашу биржу более интересной и для других инвесторов. — С точки зрения увеличения ликвидности биржи и расширения предложения инструментов для инвесторов — трудно не согласиться.

Владимир Крейндел. Вообще, ETF как инструмент для увеличения ликвид-

ности — это однозначно очень хорошо. Причем в любом виде — будут ли это российские ETF или западные. Как показывает практика, ETF «тащат» за собой ликвидность.

— Есть ли у регулятора какая-то позиция в последовательности принятия нормативных актов для российских или западных ETF? Александр Арефьев. Я считаю, что ничего плохого не произойдет, если в России будут предлагать что-то, чего здесь нет. Например, commodity-фонды. Их дешевле создавать и управлять ими в иностранных юрисдикциях.

Другой вопрос, который для нас более важен, — не допустить регулятивного арбитража, за счет которого иностранные фонды получают конкурентные преимущества перед российскими.

Нашим фондам, я имею в виду розничные фонды, запрещено поднимать риск и доходность портфеля на финансовом рычаге. Только фондам для квалифицированных инвесторов это разрешено. Зарубежные юрисдикции это позволяют и для розничных фондов.

В этой связи, если мы допускаем иностранные фонды к публичному обращению на российских рынках, то не иначе как при условии, что они работают по таким же правилам, по каким работают российские фонды.

В противном случае их обращение следует допускать только среди квалифицированных инвесторов.

Кирилл Пензин. На мой взгляд, допуск иностранных фондов в некотором смысле может притормозить развитие внутренней инфраструктуры. Потому что рынок у нас небольшой, инвесторов не так много. И если будут предложены популярные на Западе инструменты, они могут занять всю нашу потенциальную ликвидность.

Но закрываться, безусловно, нельзя. Есть смысл установить на российском рынке регулирование, которое будет эквивалентно или близко к западному, тогда будут равные условия для российских и зарубежных фондов, а конкуренция принесет пользу рынку.

Но очевидно одно, что фонд на российский фондовый индекс должен быть российским! Он не должен приходить из-за рубежа на базе индексов MSCI, я думаю, он должен быть сделан на нашем рынке.

— Форекс-компании забирают сегодня очень хороший кусок потенциальных розничных инвесторов, которые получают «плечи», запрещенные российским законодательством. И тоже пример регуляторного арбитража.

Александр Арефьев. Я бы не сказал, что там бешеные деньги.

— Они сопоставимы с рыночными оборотами.

Кирилл Пензин. Эти цифры лукавые, соответствующие компании могут просто щеки надувать, но у них же нет официального репортирования. И там плечо 1 к 100, и как там обороты считаются, мало кто понимает.

Василий Илларионов. Нерегулируемые форекс-компании приносят большой вред для финансового рынка, потому что они вовлекают потенциальных инвесторов нормально регулируемого финансового рынка в эти операции с плечом 1 к 100, и по статистике 90% ритейловых инвесторов в течение года теряют изначальную сумму инвестирования, после чего они на рынок не возвращаются. Но статистика, конечно, там, да, оценочная.

Владимир Крейндел. Я бы хотел добавить ремарку, чтобы не звучало, что ETF и форекс-компании — это совсем рядом, они на противоположных сторонах линейки! Форекс — это очень рисковое, ETF — это очень маленький риск, потому что мы говорим о пассивном управлении. В случае ETF мы говорим, возможно, о каких-то гипотетических рисках контрагента, каких-то рисках внутридневной торговли, но это все мелочи по сравнению с «инвестициями» через нерегулируемую компанию!

— Но больше предложение «легальных» инструментов для инвестирования, пусть не российских, все-таки будут создавать

конкуренцию для суррогат-продуктов типа форека на российском рынке?

Александр Арефьев. Вряд ли можно сказать, что инвестору предлагается выбор «либо-либо», это два рынка совершенно разных, они между собой даже не пересекаются.

Не нужно думать, что мы не хотим сюда кого-то пускать и делать полностью закрытую систему. Для нас важно, чтобы все играли по одинаковым правилам. Как только мы допустим регулятивный арбитраж, это приведет к другим последствиям: российские компании будут создавать фонды в западных юрисдикциях и продавать их здесь оттуда.

Василий Илларионов. А зачем нам фонд здесь, если мы можем его сделать в Люксембурге и продавать его как иностранным инвесторам, так и российским? И следующим шагом, который рано или поздно произойдет, будет допуск UCITS-фондов (европейский аналог взаимных фондов) для обращения в России. Надо будет еще подумать, как это скажется на развитии нашей индустрии ПИФов.

Владимир Крейндель. Если «Тройка» и Сбербанк создадут фонды в Лондоне, это будет замечательно.

Александр Арефьев. Для Лондона.

Заманить инвестора в пассивное инвестирование

— Как вы оцениваете потенциал рынка ETF в России? Когда можно ожидать притока средств от инвесторов в существующий российский фонд?

Василий Илларионов. В первую очередь, когда закончится чехарда в индексах, связанная с объединением бирж. У нас сейчас фонд на индекс RTS Standard, который рассчитывается по 15 акциям. Как будет называться индекс через год, мы не знаем, и биржа нам этого пока не говорит. И что вообще окончательно четко не ясно, что будет с индексами РТС и ММВБ, – будут ли они интегрированы, как и когда.

В принципе, для роста рынка ПИФов в целом давным-давно есть все ма-

кроэкономические предпосылки. Если сравнить объем отрасли ПИФов к ВВП, то мы просто на порядки отстаем даже от Восточной Европы. И инфляция у нас снижается, и ставки по депозитам падают, но пока розничные инвесторы в ПИФы, можно сказать, не идут.

Владимир Крейндель. Проблема в том, как все это было создано: вы знаете, насколько активное управление превосходит ваши комиссии. ПИФы были созданы под обещание, что по ним будет высокая доходность, что они очень хорошо будут давать «альфу». А они ее не давали. И не могли на самом деле давать, потому что у них много ограничений.

Василий Илларионов. Структура российских ПИФов вполне адекватна мировой практике. Я не соглашусь, что проблема в регулировании. Есть глобальная мировая тенденция, что в мире все основные потоки от инвесторов, которые хотят быть «лонг», идут в пассивные фонды, а если инвесторы предпочитают не «бету» а «альфу» получать от управляющих, то они выбирают активные фонды. В России эта тенденция пока не очень явно выражена.

Кирилл Пензин. В плане надбавок/скидок за вход-выход наши фонды значительно превосходят западные аналоги. Например, в Америке настолько высокая конкуренция, что есть много фондов с нулевой комиссией — no-load funds, а у нас — до 3%.

Василий Илларионов. Если мы сравниваем наши фонды с западными ETF, то это совершенно разные уровни издержек. Надо сравнивать наши ПИФы с розничными UCITS-фондами в Европе. В UCITS фондах для ритейла вход стоит до 5%, а у нас максимальная надбавка — 1,5%. По сравнению с нами, можно сказать, там «обдирают». Просто у них эта вся надбавка забирается продавцами, а не управляющими, управляющие там берут в среднем вознаграждение меньше. А мы берем вознаграждение большее, и вынуждены делиться с продавцами, чтобы они были мотивированы продавать ПИФы.

На сроке инвестирования два года наши ПИФы выгоднее и дешевле чем UCITS фонды. У них просто другой горизонт инвестирования.

Владимир Крейндель. Если взять западные индексные ПИФы, худо-бедно они за индексом следуют, даже в кризис. У нас бывают ситуации, что по завершении кризиса индекс отскакивает вверх, а фонд идет вниз. Это говорит о том, что регулирование таково, что не заставляет фонд адекватно держать свой портфель близко к индексу.

По поводу того, когда инвесторы придут в ETF. В Америке и в Европе тоже не сразу поверили не то чтобы даже в технологию ETF, но вообще в идеологию пассивного управления в принципе. Нам предстоит еще долгий путь к тому, чтобы инвесторы поверили в пассивное управление. Что оно на долгом горизонте обгоняет активное, а это так.

Есть такой известный экономист Кеннет Френч, который в своем исследовании для американской финансовой ассоциации посчитал, что если бы инвесторы не искали фонды активного управления, не пытались бы вовремя войти-выйти, а просто вложились бы в индекс, то они ежегодно получали бы больший доход примерно на один процент годовых.

Кирилл Пензин. У нас инвесторы еще не поверили не то чтобы в пассивное — в активное еще не поверили.

— За счет чего ETF увеличат биржевую ликвидность? Не создадут ли они, наоборот, конкуренции существующим биржевым продуктам?

Владимир Крейндель. Если бы это так было, то тот триллион долларов, который мы наблюдаем сегодня в акциях иностранных ETF, он оказал бы хоть какое-то негативное влияние на ликвидность в других сегментах на американских биржах. А мы наблюдаем не перераспределение, а именно увеличение числа сделок.

Василий Илларионов. Когда запускали наш ETF, то, честно говоря, тоже думали

на эту тему. Были опасения, что он «каннибализирует» инвесторов наших же розничных фондов. Но победило мнение, что даже отчасти это будет так, чем больше инструментов на рынке, тем он интереснее и больше денег на него приходит.

С точки зрения перераспределения этой ликвидности, как биржевой инструмент, он, скорее, мог бы прибирать ликвидность у участников срочных сделок на индекс РТС, то есть в первую очередь, у биржевых инвесторов, не у розничных инвесторов ПИФ.

Владимир Крейндел. Но этого не происходит. Если посмотреть на срочный рынок на Западе, то с ним ничего не случается, даже когда раскручивается новый ETF.

Василий Илларионов. Наоборот, это помогает рынку.

Владимир Крейндел. Да, это параллельные процессы. И на Западе биржи конкурируют за то, чтобы размещать у себя ETFы.

Кирилл Пензин. По поводу того, когда это все «выстрелит», сказать сложно. Безусловно, требуется принятие законодательства, формирование единой ликвидности на фондовом рынке и развитие системы индексов. Но, кроме этого, на мой взгляд, еще потребуется широкая просветительская работа среди частных инвесторов. Фондовый рынок пока находится где-то на периферии сознания обычного гражданина.

Василий Илларионов. И нужны долго-срочные инвестиции, в первую очередь пенсионные накопления. Если пенсионные фонды вложат 5% своего портфеля в пассивное инвестирование, это будут огромные деньги для рынка. Пусть даже часть средств — в иностранные ETF, ведь им тоже надо диверсифицироваться. Это действительно привлечет большие деньги на рынок.

И чем сильнее будут расти российские ETF, тем больше инвесторов окажется туда вовлечено.

— Если это такой хороший инструмент, возможно ли разрешить туда инвестировать средства ГПФ?

Александр Арефьев. Пока нельзя. Но если говорить о пенсионных институтах, почему-то в последнее время стала очень популярной дискуссия о том, куда потратить пенсионные деньги. При этом это никак не увязывается с другим вопросом — чем потом платить пенсии.

— Не потратить, а инвестировать..

Александр Арефьев. Пенсионный институт работает эффективно, если у него эффективно взаимосвязано управление активами с управлением обязательствами. На сегодняшний день у нас пока управление активами никак не соответствует характеру пенсионных обязательств. После чего и возникают ситуации, когда пенсионные фонды начинают требовать гарантий доходности от управляющих компаний.

Василий Илларионов. Да, это Asset Liability Management, естественно, его тоже нужно регулировать.

Александр Арефьев. Я бы с этого начинал регулировать!

Василий Илларионов. Но если регулятор сейчас разрешает инвестировать в акции, то почему нельзя разрешить иметь в активах НПФов инвестиционные фонды?

Василий Илларионов. Пусть они сами решают, куда инвестировать выгоднее, но часть портфеля они вполне могли бы инвестировать в индексные фонды.

Александр Арефьев. Проблема заключается в том, что пенсионные фонды работают на двух взаимоисключающих правилах: стоимость пенсионных активов эквивалентна стоимости пенсионных обязательств и стоимость пенсионных обязательств не может снижаться. Это все приводит к тому, что фонд требует от управляющей компании нести за свой счет риск снижения стоимости активов. Либо он должен размещать пенсионные средства в активы, которые постоянно растут в цене. Пока, что таким активом является банковский депозит.

Василий Илларионов. Это вопрос очень сложный и долгосрочный. Он решается уже много лет и не решился пока.

Но тем не менее НПФы следят за своими обязательствами и в их портфелях в небольшом количестве, но есть акции.

Александр Арефьев. Есть и в большом количестве акции.

Василий Илларионов. Почему вместо этих акций не предложить им ETFы?

— Кстати, и по акциям у пенсионных фондов достаточно ограничений. Они же не все акции могут покупать.

Василий Илларионов. Только А1.

Александр Арефьев. Есть и еще ряд запретов, которые должны исключить конфликт интересов при инвестировании. — Значит, они не смогут купить ETF, если в его корзине «не те» акции?

Александр Арефьев. Проблема не в активах, которые входят в ETF, а в ограничениях, которые не позволяют приобретать в состав пенсионных активов ETF. Пенсионные резервы, например, можно вкладывать в ПИФы.

Василий Илларионов. Пенсионные резервы — это немного другой рынок, чем пенсионные накопления. Он очень кэптивный, непрозрачный. Как правило, на пенсионные резервы они могут покупать какие-то инструменты, но не хотят, а на пенсионные накопления — готовы, но им не позволяет декларация.

Александр Арефьев. Насчет кэптивности фондов следует отметить, что таковым он сложился исторически. Крупные корпорации, создавая собственные пенсионные планы, учреждали пенсионные фонды под конкретные собственные социальные задачи. На рынке розничных услуг присутствие НПФов незначительно.

Что касается резервов, то их размещение подчинено тем же правилам, по которым инвестируются средства пенсионных накоплений. Те же принципы сохранности и доходности. Единственное, что для пенсионных резервов предусмотрены более гибкие требования к составу и структуре активов.

Существующий подход к регулированию активов НПФ подходит для DC – схем (схем с установленными взносами).

Если мы говорим о DB-схемах, или схемах с гарантированными обязательствами, то для таких схем требование к инвестированию активов, по идее, должно строиться кардинально по другому принципу. В мировой практике для подобных финансовых институтов, как правило, устанавливают требования к капиталу, а точнее, к достаточности активов для покрытия обязательств. Причем активы взвешиваются по риску. Такая модель позволяет принимать инвестиционные риски пропорционально превышению стоимости активов над стоимостью обязательств.

В любом случае регулирование пенсионных институтов должно начинаться с обязательств.

Кирилл Пензин. Не соглашусь: одно дело — государственные гарантии, а другое дело — НПФы. Если они будут гарантировать выплату — в чем их разница с государственными фондами? И доходность у них будет соответствующая, низкая.

Александр Арефьев. Никто не спорит, любая гарантия стоит определенных денег. Вопрос заключается в том, что модель управления активами должна полностью соответствовать модели формирования обязательств. И под каждую пенсионную схему с конкретным пенсионным обязательством должна быть своя модель управления рисками и активами.

Василий Илларионов. Это ключевая проблема всего нашего регулирования — у нас почему-то оно строится по принципу неуверенности в профессионализме участников рынка, что они самостоятельно не следят за своими рисками. И будто если им регулятор не напишет, как им это делать, то они все потеряют.

— Давайте подведем итог. Что является ключевым препятствием для развития ETF в нашей стране?

Владимир Крейндель. ETF, безусловно, нашему рынку очень нужны. Это современный, надежный, удобный для

инвестора инструмент. У него масса преимуществ — ликвидность, дешевизна, регулирование — и так далее. Эта масса плюсов позволяет ему отвоевывать все больше и больше места под солнцем у взаимных фондов.

И я считаю, не важно, по какому пути мы все-таки пойдем, — развивать свои ETF или заводить иностранные. Хотя я все-таки думаю, что приход иностранных ETF более предпочтителен. Пусть этот инструмент будет доступен российским инвесторам.

И я полностью согласен — пусть он будет доступен и пенсионным фондам. Иначе, вкладывая большую часть денег пенсионеров в соответствии с регулированием в гособлигации, мы фактически перекладываем деньги из одного государственного кармана в другой. Никакого наращивания стоимости в этом случае происходить не будет.

Если бы позволили фондам диверсифицировать свой портфель, вкладывать в те же самые ETF, которые для них удобны, я думаю, это пошло бы на пользу не только пенсионным фондам, но и всему рынку в целом.

Кирилл Пензин. Я считаю, что одно из главных препятствий — это регулятивная база, которую надо постараться как можно быстрее сформировать. Сюда надо прибавить эффективную работу биржи и развитую систему индексов. Но все это, по сути, лишь технологии. Для реального развития ETF нужны длинные деньги институциональных фондов, прежде всего пенсионных.

Василий Илларионов. Краткое резюме — нужно срочно развивать регулирование, чтобы был продукт — нормальный российский ETF. Нужно заниматься инвестиционной базой, чтобы были инвесторы — то есть допустить крупных институционалов на рынок инвестирования в ETF. Конкуренция за счет допуска иностранных ETF необходима, естественно, при условии равных возможностей как локальных, так и иностранных игроков, в создании и запуске таких фондов.

Если взглянуть шире, даже если мы допустим сюда иностранные ETF или создадим наши — они будут развиваться с ростом объемов всего рынка. А для этого нужно принимать меры, направленные на общее повышение привлекательности финансового рынка: отменить НДС, на вознаграждение и вообще на финансовые услуги, как это сделано во всем мире. У нас есть налоговые льготы по депозитам и недвижимости, а по ценным бумагам нет.

Конечно, нужна популяризация финансовых услуг. Тогда пойдут деньги и в ETF, и в другие инструменты.

Если рынок говорит, что ETF как инструмент нужен, значит он нужен. В этом случае наша задача сделать так, чтобы максимально снизить все риски и оставить наибольший комфорт в регулятивном плане всем игрокам финансового рынка.

— Есть ли понимание, когда закон может пройти второе и третье чтения законопроекта?

Александр Арефьев. Это вопрос не к ФСФР. Возможно, в этом году он будет принят.

— Но к этому закону понадобится еще множество подзаконных актов, чтобы это все работало. Какие вы ставите сроки?

Александр Арефьев. Подзаконных актов там требуется не очень много, самый ключевой и сложный — это новые типовые правила для биржевого фонда, поскольку это принципиально новый тип фондов. И на новую конструкцию нужно будет прописывать новый договор. Написать правила по допуску к торгам таких фондов особенных сложностей не вызовет.

А в какие сроки это будет сделано — предлагаю вернуться к этому вопросу после принятия закона. □