

ОБЗОР ETF ФОНДОВ



ОБЗОР ETF ФОНДОВ FinEx

Грехи (Б)ПИФов

FINEX+ ETF RESEARCH
20 марта 2020

FINEX+ ETF RESEARCH

Грехи (Б)ПИФов

БПИФ – инструмент, маскирующийся под ETF, но им не являющийся. Это заложено в самой конструкции российских фондов и сопутствующей инфраструктуры.

Ключевые проблемы неустранимы: отсутствие возможности арбитража и процедур контроля – и как результат, слабое следование индексам.

В 2019-2020 гг. прилив на рынке частных инвестиций, связанный с падением процентных ставок по депозитам и ростом интереса частных инвесторов к инвестициям, привел не только увеличению числа открытых брокерских счетов, но и к росту вложений в ПИФы. Причем значительный рост сегменту принесли биржевые ПИФы – паи, допущенные к обращению на бирже и получившие с легкой руки маркетологов название «ETF по-русски».

Анализ позволяет говорить о том, что внедряемый термин является всего лишь рекламным ходом, призванный помочь избежать негативных ассоциаций с термином «ПИФ». БПИФы – всего лишь биржевая версия ОПИФов, унаследовавшая «болезни» своего почти полного тезки: низкую прозрачность и эффективность управления, а также высокие риски для инвесторов независимо от размера и государственной принадлежности управляющей компании.

Разберемся, что же на этот раз сделать мешает «русскому танцору» (управляющим компаниям) создать качественный продукт.

Что принесло появление биржевых ПИФов (БПИФ)? С ростом популярности ETF во всем мире и в России, российские управляющие компании решили попробовать повторить этот успех, но не за счет улучшения законодательства и экосистемы, а с помощью проверенных временем ПИФов. Рецепт «нового» блюда прост: возьмите индексный ПИФ, организуйте расчет искусственного показателя индикативной стоимости чистых активов (СЧА), назначьте маркет-мейкера и единственного авторизованного участника из числа дружественных или дочерних компаний, и сделайте биржевой листинг, а полученный таким способом «новый» продукт назовите звучным заморским словом ETF. Отличий от ОПИФ с биржевым обращением по сути нет.

В отличие от названия корабля, от которого может меняться настрой команды, за счет перемены букв в названии финансового инструмента вряд ли можно сделать что-то новое. Изготовленные по описанному выше рецепту фонды переняли недостатки классических ПИФов, такие как непрозрачность или проблемы с отслеживанием индекса, да еще в нагрузку получили новые, связанные с публичным обращением - отсутствие контроля за ценообразованием у маркет-мейкера и другие.

Регулирование ПИФ и европейских ETF (UCITS ETF)

Функция/ Показатель	UCITS ETF	БПИФы
Регулирование	Выпущены в соответствии с проверенным и отлично зарекомендовавшим себя европейским регулированием об Инвестиционных фондах (UCITS), защищающих всех инвесторов, где фонды прошел процедуру спонсируемого листинга или допуска к торгам	Выпускаются в соответствии с ФЗ «Об инвестиционных фондах», где по сути единственным отличием БПИФ от ОПИФ является искусственный расчет индикативной стоимости пая.
Администратор (в русской версии, спецдепозитарий) и Кастодиан	<ul style="list-style-type: none"> • Обе функции выполняются участниками рынка, независимыми от УК и ETF-провайдера • Кастодиальная функция не ограничивается обеспечением сохранности активов, а предполагает широкие полномочия в части проверки деятельности фонда на соответствие регулированию и Проспекту • Превентивный мониторинг и контроль всех сделок фонда со стороны Администратора и Кастодиана – ни одна сделка фонда не может быть завершена до соответствующего одобрения, а любые даже незначительные отклонения в динамике акций ETF от заявленного индекса не останутся незамеченными (рапортуются регулятору и Совету директоров фонда). 	<ul style="list-style-type: none"> • Часто специализированный депозитарий аффилирован с управляющей компанией. • Депозитарии не обладают достаточным опытом и экспертизой для работы с биржевыми индексными фондами для превентивного контроля и мониторинга деятельности УК. • Правила фонда не требуют получения согласия со стороны спецдепозитария на сделки, что делает невозможным так называемый превентивный мониторинг деятельности УК по управлению ПИФом.
Финансовые регуляторы	Многоуровневый надзор со стороны регуляторов, имеющих многолетний опыт контроля подобных фондов (обычно – национальный регулятор, панъевропейский регулятор ESMA, регулятор УК, а также Банк России в случае допуска к обращению в РФ)	У локального регулятора отсутствует опыт, а главное соответствующие полномочия.
Определение расчетной стоимости ETF/БПИФ	Осуществляется профессиональными участниками рынка с многолетним опытом работы на основе прозрачной индексной методологии.	Осуществляется организатором торгов (Московской биржей) на основе методологии, разработанной управляющей компанией.
Совет директоров	Эффективный институт контроля за деятельностью фонда, сформированный таким образом, чтобы минимизировать конфликт интересов.	Отсутствует

<p>Независимые провайдеры ликвидности/ Авторизованные участники (уполномоченные лица)</p>	<p>Множество независимых провайдеров ликвидности (авторизованных участников), действующих в каждой стране листинга/ допуска к обращению, обеспечивает справедливое конкурентное ценообразование.</p>	<p>Единственный авторизованный участник, одновременно выступающий в роли маркет-мейкера, являющийся аффилированным или «дружественным» к УК.</p>
<p>Прозрачность инвестиционного портфеля фонда</p>	<p>Детальная информация о составе и структуре активов, а также подписной корзине публикуется на ежедневной основе.</p>	<p>Информация не раскрывается.</p>
<p>Подписка/погашение «в натуре» (in-kind)</p>	<p>В основе подписки и погашения лежит обмен акций фонда на корзину базовых активов - обеспечивает точность следования и справедливое отнесение расходов на инвесторов, осуществляющих подписку/ погашение.</p>	<p>Погашение паев «в натуре» однозначно запрещено Правилами БПИФ, а цена пая при погашении в деньгах формируется не на основе фактических сделок фонда, а на основе расчетных величин.</p> <p>Использование данного процесса приводит к тому, что возможны ситуации, когда уполномоченное лицо фонда получает преимущества за счет остальных инвесторов БПИФ (получает больше, чем фактическая выручка фонда от реализации относящихся к паю активов).</p>
<p>Рыночное ценообразование и биржевая ликвидность</p>	<p>Благодаря описанным выше, процесс ценообразования эффективно полностью функционирует. Обеспечивается не только наличием независимого маркет-мейкера на биржевых торгах, но и прозрачностью активов ETFs, и множеством независимых поставщиков ликвидности.</p>	<p>Из-за отсутствия рыночного механизма ценообразования БПИФ полностью зависит от аффилированного с УК брокера, являющегося уполномоченным участником БПИФ и его маркет-мейкром.</p>
<p>Гарантии следования заявленному индексу</p>	<p>Обеспечивается как процедурой работы, так и жестким контролем со стороны Администратора, Кастодиана, Совета директоров и регуляторов финансового рынка.</p>	<p>Отсутствуют. С точки зрения российского законодательства само понятие «индексный фонд» отсутствует. УК по своему усмотрению может отклоняться от индексной структуры (проактивный мониторинг сделок менеджера со стороны Спецдепозитария отсутствует). В соответствии с Правилами большинства фондов они не обязаны точно следовать за заявленным индексом – отклонение от целевого индекса может достигать до 3% в день (у ETF этот показатель ограничен 0.1% и его нарушение влечет регуляторное расследование).</p>

Сначала поговорим об общих для всех категорий российских фондов проблемах, а потом отдельно остановимся на специфических, особенно остро стоящих для ПИФов на букву Б.

Непрозрачность просто недостаток или корень проблем

Существующие декоративные регуляторные различия делают бессмысленным разделение биржевых и обычных открытых ПИФов, поэтому о них можно говорить в целом. Корень зла индустрии ПИФов, – это абсолютная непрозрачность. По сути, инвестируя в фонды, созданные российскими УК, инвестор почти всегда покупает котировки в мешке. Отследить, действительно ли управляющий придерживается заявленной инвестиционной политики очень сложно – официально состав фонда раскрывается раз в квартал, да еще и с лагом в три недели. Вне этого времени фонд может инвестировать практически во что угодно.

Вообще говоря, регулятор не требует, но и не запрещает управляющим быть более прозрачными (здесь отсылки к несовершенному регулированию не совсем уместны). Но по какой-то причине управляющие боятся делиться этим знанием с инвесторами. Казалось бы, чего уж проще – раскрывать структуру активов на ежедневной основе, тем более, что сакраментальных знаний там нет – большинство биржевых фондов повторяют публично доступные индексы. Из-за того, что четких ответов индустрия не дает – естественно, **закрадываются сомнения в желании управляющих обеспечить справедливое биржевое ценообразование, и, как следствие, сохранить скрытые вознаграждения за подписку и погашение (премии и дисконты между ценами ММ на бирже и справедливой ценой паев)**. Ниже мы остановимся подробнее на феномене устойчивых премий и дисконтов в БПИФах.

Расплывчатая и нестабильная инвестиционная политика

Цель инвестиционной политики – дать инвесторам четкое представление относительно рисков, с которыми будут связаны вложения в фонд, и соответственно его роли в инвестиционном портфеле. Например, если в инвестиционной политике указано, что управляющий может инвестировать исключительно в облигации развитых рынков инвестиционного рейтинга, то высоко рискованных («мусорных») облигаций или долгов развивающихся стран там быть не должно. Однако, как например показал анализ квартальной отчетности ОПИФ «ВТБ Казначейский» расхождение фактических позиций фонда с заявленной инвестиционной стратегией происходит систематически и не является чем-то особенным¹.

Еще одной проблемой, с которой приходится сталкиваться инвесторам в ПИФы, является неожиданная смена объекта инвестирования и инвестиционной политики – например, фонд акций трансформируется в фонд облигаций, а фонда акций компаний с госучастием открывает новые горизонты, инвестируя в американские частные компании².

Причем если раньше согласовывать любые изменения приходилось с ЦБ, то 23 января 2020 г. ЦБ делегировал это спецдепозитариям³, а значит скорость трансформаций может существенно

¹https://www.vtbcapital-am.ru/products/pif/opif/vtbfbk/investment_strategy/

²<https://www.banki.ru/news/lenta/?id=5771531>

³<https://1prime.ru/finance/20200123/830832936.html>

возрасти – как известно, частный бизнес эффективнее государства. В Таблице № 1 представлены некоторые яркие примеры смены объекта инвестированию у фондов крупнейших управляющих компаний. Как видно из таблицы, за последние 3 года 5 ПИФов УК Сбербанк ИА, УК Альфа-Капитала и УК ВТБ Капитал полностью поменяли объект инвестирования и сменили инвестиционную декларацию. Для владельцев паев смена стратегии несет значительные риски, особенно при радикальной смене объекта инвестирования – как например, в случае с фондом «Альфа-Капитал Еврооблигации», который до июня 2014 г. инвестировал в рублевые облигации российских эмитентов.

Таблица №2. Смена объектов инвестирования и инвестиционных стратегий ОПИФами

Текущее название	Дата перехода	Старое название и объект инвестирования
Альфа-Капитал Глобальный Баланс	28-06-2019	ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Альфа-Капитал Торговля»
	12-12-2014	ОПИФ акций «Альфа-Капитал Потребительский сектор»
Фонд Технологий будущего	05-02-2019	Фонд Телекоммуникаций
ВТБ – Фонд Акции инфраструктурных компаний	05-10-2017	Фонд Площадь победы
Сбербанк - Фонд Перспективных облигаций	27-04-2017	Фонд рискованных облигаций
ВТБ – Фонд Компаний малой и средней капитализации	05-10-2017	Фонд Перспективных инвестиций
Альфа-Капитал Еврооблигации	30-07-2014	ОПИФ облигаций «Альфа-Капитал Облигации»
Сбербанк – Фонд Золота	11-06-2014	Фонд драгоценных металлов

Источник: УК Альфа-Капитал, УК Сбербанк УА, УК ВТБ Капитал

Заккрытие фондов и связанные с ними издержки

По данным Банка России с 2016 года было закрыто 354 ПИФа (около 50% от всего количества ОПИФов), из которых более 10% - это фонды крупнейших российских управляющих: УК Сбербанк УА, УК ВТБ Капитал, УК Газпромбанк, УК Альфа-Капитал и УК Райффайзен. Только за 2018 год индустрия простилась почти с каждым пятым открытым фондом. В Таблице № 2 приведены данные по закрытиям фондов четырех крупнейших УК за период с 2016 по 2019 гг. Как не трудно заметить, Сбербанк «похоронил» за год 3 фонда, а абсолютным лидером по закрытию фондов на горизонте 4 года стала УК Альфа-Капитал, простившаяся с 11 фондами.

Высокие, а главное скрытые комиссии

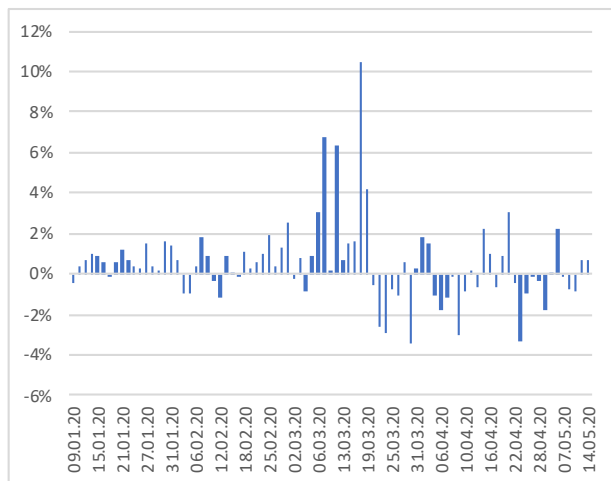
В отличие от индексных ETF, раскрывающих максимальный совокупный размер комиссии (total expense ratio), управляющие фондами, используя существующие регуляторные возможности, концентрируют внимание инвесторов только на вознаграждении управляющего, оставляя расходы на инфраструктуру за скобками. Цель такого упражнения – улучшить восприятие инструмента за счет камуфляжа полных расходов инвестора. Если посмотреть на полную картину, то она по данным

Invesfunds.Ru выглядит следующим образом – средний уровень комиссий открытых фондов находится на уровне 4,5%, а биржевых – 1,7% (более чем в два раза выше, чем по настоящим, ETF обращающимся на Московской бирже).

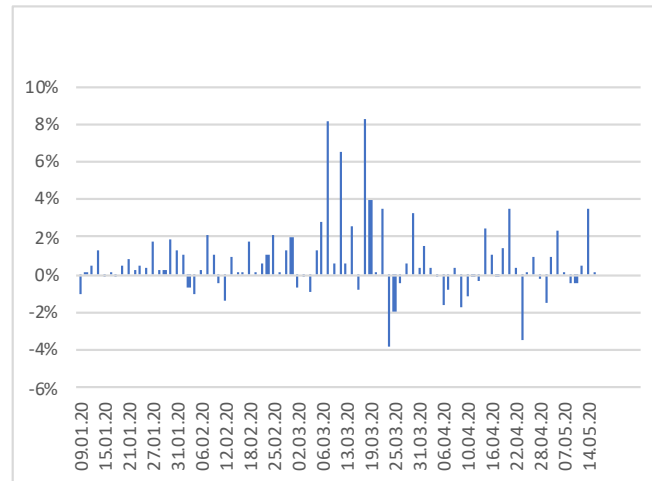
Отсутствие естественного контроля рынка за действием (котировками) маркет-мейкера

У БПИФов, по аналогии с ETF, есть маркет-мейкер, который обязан выставлять двусторонние котировки на бирже в окрестности справедливой стоимости (СЧА или NAV (Net Asset Value)). Наличие неаффилированного с управляющим ММ, конечно является плюсом (российские УК чаще всего пренебрегают этой возможностью). Поскольку структура активов фондов с листингом не является прозрачной, связанный с управляющим маркет-мейкер волен котировать фонд по своему желанию или желанию нанявшей его УК – ведь кроме нее, никто на рынке не видит состав портфеля, а значит, не знает справедливой стоимости паев, и, как следствие, не может выявить внутридневное отклонение от справедливой стоимости и заработать на беспечности ММ. Другими словами, ММ бесконтрольно может принимать решение о размере премии/дисконта к справедливой стоимости (СЧА) внутри дня. Механизма, чтобы предотвратить это, в структуре БПИФ нет.

Пользуются ли этой возможностью ММ? Анализ котировок нескольких известных фондов подтверждает, что некоторые из них постоянно торгуются со значительной премией к СЧА, то есть выше их справедливой стоимости. Это, с одной стороны, позволяет сделать вложения в фонд более привлекательным за счет сокращения спреда котировок фондов на не самые ликвидные активы, с другой, в случае массового бегства из фондов – скорректировать цену и покупать их с дисконтом. Таким образом фонды в кооперации с ММ могут воспроизвести систему с премией и дисконтами, знакомую инвесторам в обычных ПИФах, но реализовать ее столь изящно, чтобы не привлечь внимания обычных инвесторов. Описанные выше выводы нашли подтверждение при изучении премий и дисконтов по биржевым фондам в период рыночной коррекции в феврале-марте 2020 г.

График 1. Премии и дисконты к СЧА БПИФа SBCB

Источник: Investfunds, Bloomberg, расчеты FinEx

График 2. Премии и дисконты к СЧА БПИФа VTBU

Источник: Investfunds, Bloomberg, расчеты FinEx

Безответственное отношение к инвестиционным целям - проблема с отслеживанием

Ключевой особенностью ETF является умение точно следовать за заявленным индексом – посмотрим, как с этой работой справляются БПИФы. Проанализировать состав БПИФов на ежедневной основе у инвестора возможности нет, а вот сравнить динамику его стоимости против индекса возможно.

В таблице ниже представлена ошибка слежения и отставание от индекса-бенчмарка для БПИФов и ETF на аналогичные активы. Как видно из таблицы, большинство БПИФов достаточно плохо отслеживают индексы, даже инвестируя 100% своих активов в ETF.

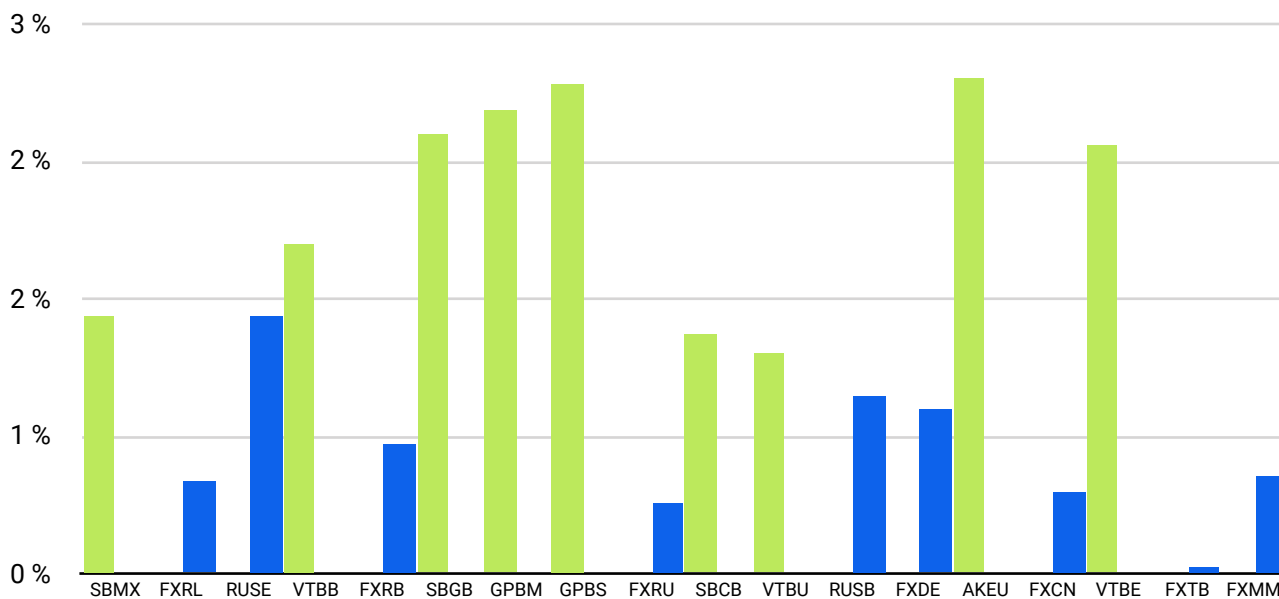
Как такое возможно? Надзор, регулирование и контроль со стороны инфраструктуры не умеет и не хочет выявлять такие ситуации, а понятие индексный фонд в России очень плохо определен.

Как до такого смогли дойти уважаемые управляющие?

В России есть мнение, что повторить индекс может каждый младенец, а вот для того, чтобы его обыграть нужна экспертиза. Тем не менее российские управляющие не могут похвастаться ни успехами в получении альфы ("обыгрывании рынка"), в чем их естественно винить не стоит (это не удастся на практике почти никому), ни в аккуратном повторении рынка (получении рыночной беты). Последнее требует эффективных торговых и бэк-офисных систем, систем контроля действий управляющего со стороны депозитария, а также неукоснительного следования индексным процедурам. Все это стоит денег и требует времени по внедрению – для российских управляющих, привыкших зарабатывать и работать по-другому, это явно неприоритетные задачи. Как результат, инвесторы в индексные биржевые ПИФы, вероятно, сталкиваются со следующими недоработками со стороны управляющих (на 100% утверждать этого нельзя из-за пресловутой непрозрачности инструмента):

- несвоевременная или неполная ребалансировка активов в ответ на изменения в индексе;
- аллокация полученных дивидендов или купонов (возникают не только при вложениях в базовые активы, но и при реализации репликации при помощи ETF);
- низкая налоговая эффективность (например, при вложениях в американские активы).

Таблица № 3 . Аннуализированная ошибка слежения по ETF и БПИФам на Московской Бирже



Источник: Investfunds, Bloomberg, расчеты FinEx

Вместо заключения

Появление БПИФ на российском рынке подается как новация и благо – однако важно понимать несколько вещей. Во-первых, по своей сути это все тот же хорошо знакомый многим паевой фонд. Во-вторых, структура БПИФ не обеспечивает точного следования индексам и соответственно, несет существенные риски для инвестора. Наконец, отсутствие контроля за действиями управляющего и маркет-мейкера могут приводить к денежным потерям или недополученной прибыли. Поэтому мы призываем не смешивать понятия БПИФ и ETF и внимательно изучать детали работы, структуру и состав активов инструмента перед инвестированием.

Пожалуйста, обратите внимание: у каждого ETF свой цвет. В разные периоды доходность продуктов может существенно различаться; именно поэтому FinEx рекомендует стратегию диверсификации портфеля.

Доходность фондов FinEx ETF в рублях

5 лет	За 3 года	2019	С нач.2020	За 1 месяц
FXIT 239,9%	FXIT 124,4%	FXRL 37,2%	FXGD 34,5%	FXIT 7,7%
FXUS 108,3%	FXGD 78,5%	FXIT 30,1%	FXIT 23,6%	FXCN 2,8%
FXGD 104,8%	FXUS 59,4%	FXUS 15,7%	FXTB 19,2%	FXWO 1,9%
FXRU 97,0%	FXCN 55,7%	FXRB 15,4%	FXRU 18,1%	FXKZ 1,4%
FXRB 79,3%	FXRL 50,2%	FXWO 14,3%	FXCN 13,0%	FXGD 1,7%
FXCN 59,1%	FXRU 47,6%	FXCN 10,1%	FXUS 6,3%	FXRW 2,1%
FXMM 44,7%	FXRB 28,8%	FXDE 7,4%	FXWO 5,9%	FXUS 1,9%
FXDE 21,7%	FXMM 20,2%	FXMM 6,6%	FXKZ 2,7%	FXRB 2,1%
FXRL -	FXDE 1,1%	FXGD 4,2%	FXMM 2,0%	FXRU 2,3%
FXKZ 7,3%	FXKZ -	FXRU -1,4%	FXRB 0,9%	FXMM 0,5%
FXTB -	FXTB -	FXKZ -3,9%	FXRW -7,8%	FXTB 0,8%
FXWO -	FXWO -	FXTB -3,9%	FXDE -9,6%	FXDE -2,1%
FXRW -	FXRW -	FXRW -	FXRL -15,0%	FXRL -1,3%

Доходность указана на 15.05.2020

*Доходность по FXWO за 2019 год посчитана по индексу.

FINEX+ ETF RESEARCH

20 мая 2020

Владимир Крейндель

+7 499 286-00-36

kreyndel@finxplus.ru

Настоящее аналитическое исследование подготовлено ООО «УК «ФинЭкс Плюс» на основе информации, полученной из официальных общедоступных источников, в надежности и достоверности которых нет оснований сомневаться. Специальных исследований, направленных на выявление фактов неполноты и недостоверности указанной информации, не проводилось. Аналитические выводы и заключения, представленные в настоящем документе, являются мнением специалистов ООО «УК «ФинЭкс Плюс». Никакая информация и никакое мнение, выраженное в данном документе, не являются индивидуальной инвестиционной рекомендацией по покупке или продаже ценных бумаг и иных финансовых инструментов; не являются заявлением о возможных выгодах, связанных с методами управления активами; не являются офертой или предложением делать оферту или осуществлять иные вложения капитала. Финансовые инструменты либо операции, упомянутые в данном аналитическом исследовании, могут не соответствовать вашему инвестиционному профилю. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. ООО «УК «ФинЭкс Плюс» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, информация о которых приведена в данном аналитическом исследовании. Данное аналитическое исследование не предоставляет гарантий или обещаний будущей эффективности (доходности) деятельности на рынке ценных бумаг. За достоверность информации, лежащей в основе настоящего документа, и за последствия решений, принятых вами на основе настоящего документа ООО «УК «ФинЭкс Плюс» ответственности не несет. ООО «УК «ФинЭкс Плюс» обращает внимание, что инвестиции в рынок ценных бумаг связаны с риском. Стоимость активов может увеличиваться и уменьшаться. Результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем. Никакая информация, касающаяся налогообложения, изложенная в настоящем документе, не является консультированием по вопросам налогообложения. ООО «УК «ФинЭкс Плюс» настоятельно рекомендует инвесторам обращаться за консультациями к независимым специалистам в области налогообложения, которыми будут учитываться особые обстоятельства каждой конкретной ситуации. ООО «УК «ФинЭкс Плюс» проводит строгую внутреннюю политику, направленную на предотвращение каких-либо действительных или потенциальных конфликтов интересов Компании и инвесторов, а также предотвращение ущемления интересов инвесторов.

Для получения дополнительной информации о ценных бумагах, упомянутых в настоящем исследовании, необходимо обратиться в ООО «УК «ФинЭкс Плюс».

Любое копирование из настоящего документа без предварительного письменного согласия ООО «УК «ФинЭкс Плюс» запрещено.

Все права защищены.