«Старая модель инвестирования внутреннему инвестору больше не интересна»

Владимир КРЕЙНДЕЛЬ,
руководитель департамента исследований,
компания FinEx Plus

В интервью Cbonds Review руководитель департамента исследований компании FinEx Plus объясняет, что стоит за фактом появления на российском рынке первого иностранного ETF, чем этот продукт может быть интересен частному клиенту и институциональному инвестору, как будет решаться проблема ликвидности нового инструмента, почему ETF не будут конкурировать с биржевыми ПИФами, а также появится ли на Московской бирже ETF на рублевые бонды.

– Когда в конце апреля этого года вы презентовали на российском рынке первый иностранный ETF, получивший листинг на Московской бирже — FinEx Tradable Russian Corporate Bonds UCITS ETF, инвестирующий в корпоративные еврооблигации, представители российской индустрии управления активами встретили эту новость довольно прохладно. А что, по-вашему, означает для российского рынка появление ETF?

– Разумеется, у нас есть свой ответ на этот вопрос. Мы считаем, что появление такого инструмента безусловно позитивно для рынка. Есть альтернативное мнение некоторых участников индустрии asset management: дескать, пирог один и делить его придется на большее количество инструментов. Такая позиция вообще очень свойственна российскому рынку. Мне часто приходится слышать нечто подобное: зачем нам приход на Московскую биржу эмитентов, которые сейчас размещаются в Лондоне? Ведь если придет новый эмитент, количество инвесторов от этого не изменится. Мало бумаг — маленькая конкуренция за деньги. Только, к сожалению, клиенты больше не покупают эту модель. Кризис 2008–2009 годов это показал. Та модель, которая предлагалась до кризиса российской финансовой системой, внутреннему инвестору больше не интересна. Раньше она была основана на обещаниях огромной доходности, при этом клиенту не предлагалось заглянуть внутрь инструмента. Они и сами не сильно задумывались насчет того, во что именно инвестируют. Сейчас парадигма сдвигается. Мы видим, что интерес российских институционалов и частных инвесторов к диверсификации своих рисков растет. Это происходит за счет выбора различных инструментов, за счет ухода на международные рынки и так далее. Этот подход объективно более здравый. Концентрация странового риска чревата тем, что, когда цена на нефть падает, становится плохо всем клиентам, компаниям и так далее. Потому что внутри страны диверсифицировать страновой риск невозможно.

– Но вы ведь тоже предлагаете в своем продукте конкретный страновой риск. Речь идет о покупке ETF

на индекс российских евробондов. Почему, кстати, вы стартовали именно с этим продуктом в России?

– В наших планах запуск целой линейки ETF-фондов на золото, акции зарубежных компаний и другие активы. Что касается ETF на индекс российских еврооблигаций, то за этим конкретным продуктом стоит интересная инвестиционная история для российского клиента. Российские евробонды — достаточно привлекательный инструмент. Российские эмитенты, выпускающие евробонды, — это топ-компании («Газпром», РЖД, Сбербанк и другие), чей риск практически сопоставим с суверенным. Но что происходит, когда эти же компании идут на зарубежные рынки? Они вынуждены платить премию, потому что там российский квазисуверенный эмитент — это всего лишь еще одна компания с не очень высоким рейтингом. В итоге российские заемщики вынуждены занимать за рубежом не так дешево, как могли бы занимать в России при большей глубине внутреннего рынка. Получается, что еврооблигации — это не самый интересный в плане стоимости инструмент для российских компаний, но это их выбор. А вот для инвесторов евробонды российских эмитентов действительно могут быть достаточно интересны. Они относятся к категории высокодоходных облигаций. Это сейчас очень популярная инвестиционная идея на Западе.

При этом мы, зная специфику российской экономики, видим, что это очень мощные, надежные компании с государственной поддержкой, и оцениваем эти риски более адекватно, чем западные инвесторы. В результате та премия за риск, которую платит российская компания по своим еврооблигациям западным инвесторам, для нас будет дополнительной доходностью. И российские институциональные инвесторы могут и охотно покупают эти бумаги. А вот частному инвестору сделать это не так-то просто. Там гигантский порог входа — от $100 тыс. до $500 тыс. Но с такой суммой вы получите только одну бумагу одного эмитента и не решаете проблему диверсификации риска между ними. Соответственно, если вы хотите составить диверсифицированный портфель из российских облигаций, сумма входа должна быть существенно больше. Мы же сразу предлагаем диверсифицированный портфель на индекс Barclays и упаковываем его в ликвидную форму ETF. И проблема диверсификации риска отдельных российских эмитентов в данном инструменте решена. Как и проблема высокого порога входа: стоимость одной акции FinEx ETF на евробонды составляет около 1000 руб.

– А что дает такой продукт институционалам?

– Институциональные клиенты снимают с себя заботы о том, как построить диверсифицированный портфель. ETF может являться одним из строительных блоков для их портфеля. Они могут иметь, например, большой exposure на российские или международные акции и добавить элемент в виде ETF, если им нравится соотношение риска-доходности в индексе корпоративных еврооблигаций Barclays. Также ETF можно использовать и для краткосрочного размещения свободных средств — вы можете в любой момент дня купить или продать его акции через биржу. Для предприятий ETF может служить интересной альтернативой банковскому депозиту — ведь за возможность разрыва депозита корпоративный клиент должен пожертвовать доходностью – а в случае ETF ликвидность инструмента максимальна без потери доходности.

Мы говорили с потенциальными клиентами из институционалов, которые заинтересованы в этом инструменте с точки зрения доверительного управления. Управляющим компаниям ETF может быть интересен в качестве базы для ПИФа. Но в целом, ни к какой локальной сети продаж ETF не привязан, поскольку это торгуемый на бирже инструмент – некая акция. Ключевой участник цепочки, который приводит клиентов в фонд, — это брокерская компания. Как это будет в условиях российского рынка реализовано, посмотрим. Миссия ETF-провайдера, в данном случае нашей компании, — рассказывать рынку о том, что такое ETF, показывать, какие стратегии с ними можно строить.

– Аппетит ведь приходит во время еды: если рынок распробует инструмент, какие еще продукты вы сможете предложить, кроме FinEx Tradable Russian Corporate Bonds UCITS ETF?

– В ближайших планах — запуск ETF на золото, это достаточно интересный продукт, вне зависимости от того, что происходит на рынке желтого металла. Основное назначение вложений в золото — диверсификация инвестиционного портфеля. Exchange Traded Products (ETP) на золото в мире безусловно существуют: в Европе это преимущественно Exchange Traded Commodities. Однако в России такого плана продукты листингованы быть не могут, потому что по своей структуре (если почитать проспект) это долговые инструменты (ноты), а не фонды. В обиходе их продолжают называть ETF — Exchange Traded Funds, но фондами они не являются. На рынке ЕС именно ETF-фондов на золото нет.

Продукт FinEx сконструирован именно в виде фонда. Причем это фонд на физическое золото, которое хранится в признаваемом хранилище в Лондоне и аудируется специализированной компанией. Кстати, так как это именно фонд, то есть долевая бумага, в нее могут инвестировать мусульманские инвесторы (которые не могут покупать долговые бумаги), и мы уже общались с ближневосточными инвесторами, они проявляют интерес к этому продукту.

Традиционно пользуются популярностью страновые ETF на индексы акций. Возможно, в нашей линейке появится ETF на один из таких новых индексов российских акций. Кроме того, осенью мы планируем запустить более широкую линейку ETF на основные мировые индексы. Понятно, что нет смысла толкаться локтями с гигантами этой индустрии, которые уже выпустили ETF на индекс S&P 500 и другие. Но здесь, в России, это будет уникальный инструмент, поскольку на отечественном рынке есть спрос на страновую диверсификацию.

Мы можем выпускать ETF на любые индексы от любых индекс-провайдеров, создавать совершенно разные продукты, вплоть до абсолютно нишевых. Главное, чтобы это был ликвидный индекс, понятный регулятору — Центральному банку Ирландии. Если мы придем к нему с индексом, в котором всего две бумаги, он скажет, что этот индекс недостаточно диверсифицирован. Требования очень жесткие, ведь перед одобрением регулятор должен убедиться, что индекс понятен рядовому розничному инвестору. Когда мы показали индекс Barclays ирландскому регулятору, он внес свои замечания, и сегодня этот продукт полностью соответствует требованиям Европейской директивы UCITS IV.

– На рублевые бонды ETF запустить можете?

– Да, конечно. У нас на столе уже лежат предложения от ведущих европейских поставщиков индексов, например, те же Barclays или Markit могут делать индекс на рублевые бонды. Но мы попробуем пообщаться и с возможными российскими поставщиками индексов.

– Тот же ETF на индекс S&P 500 не так уж сложно купить через западного брокера. Разница лишь в том, что вы предлагаете это в России?

– Совершенно верно: вы не меняете своего российского брокера, к которому привыкли, он остается вашим налоговым агентом (согласитесь, это немаловажное удобство, например, для частных клиентов). Кроме того, работа с западным брокером для частного клиента — очень непростая история. Достаточно вспомнить пример американского брокера TD Ameritrade, который неожиданно прекратил работу с клиентами из ряда стран, в том числе из России.

К тому же для российских клиентов работа через западного дисконт-брокера по цене часто превращается уже в услуги премиум-брокера. В результате ценовой войны, которую российские брокеры вели последние годы, местные брокерские комиссии существенно выгоднее для частных клиентов: даже для небольших сумм инвестиций ряд крупных игроков предлагают комиссии в размере сотых процента. В то время как многие дисконт-брокеры на Западе имеют фиксированный порог входа и комиссии, что на небольших суммах инвестиций кардинально меняет экономику инвестиции.

Есть и другая проблема: согласно российскому законодательству, для того чтобы российский брокер вас отвел в свою «дочку» и после этого еще через сеть партнеров довел до западных бирж, вы должны являться квалифицированным инвестором. Квалифицированный инвестор в России должен соответствовать определенным требованиям. Российские брокеры по-разному решают проблему квалификации клиента. Но в нашем ETF эта проблема решена по определению, поскольку он листингован на Московской бирже и доступен неограниченному числу клиентов.

– Каков потенциальный объем рынка ETF в России, по вашим оценкам? Насколько велик риск того, что из-за новизны инструмента ликвидности в нем не будет?

– Мы разговаривали с потенциальными клиентами. Для многих этот инструмент в условиях российского рынка новый. Но они заинтересованы в том, чтобы инвестировать и тестировать продукт. Даже небольшие клиенты существенно помогают повышению операционной ликвидности инструмента. Не нужно забывать и о том, что ликвидность гарантирована требованиями подзаконной документации, согласно которой на рынке 70% времени должен присутствовать маркетмейкер. Поэтому емкость рынка будет повышаться. Давайте дадим немного времени инструменту, посмотрим, как поведут себя другие ETF в линейке, которую мы планируем запустить осенью. Посмотрим, что будет с ликвидностью, после того как, согласно нашим планам, подключатся дополнительные маркетмейкеры на разные продукты. У нас есть договоренности об опосредованном участии западных маркетмейкеров, которые профессионально маркетируют ETF. Поэтому проблема ликвидности не то что надумана, а скорее преждевременно обозначена. Крупный клиент в день купит-продаст по $15 млн — это наша оценка и вряд ли она окажется ошибочной. В данный момент есть статистика по оборотам на Московской бирже за три месяца — оборот по рублевому классу акций устойчиво превышает 50 млн руб. в месяц. Если более детально, то в мае это было 50.2 млн руб., в июне — 54.9 млн руб., в июле — 53.3 млн руб., и с такими показателями мы первые по оборотам среди открытых фондов на Московской бирже. С другой стороны, это логично, все-таки это именно exchange traded фонд.

– Как убедить частных клиентов покупать ETF, когда большинство из них не готово рассматривать никакие инструменты, кроме классического депозита?

– Да, депозит действительно сейчас является инструментом номер один, он очень четко реагирует на конъюнктуру и имеет большую эластичность по ставке. Но не нужно забывать о рисках, которые несет вкладчик, принося деньги в банк. Достаточно вспомнить пример Банка Москвы: крупный банк, окологосударственная структура — и вдруг крупная дырка в балансе неизвестно откуда. Депозит ВТБ и облигации ВТБ — это сравнимые по классу риски. При этом в бондовом FinEx ETF инвестор получает диверсифицированный риск, потому что речь идет про индекс еврооблигаций. Если что-то случается с одной компанией, всегда есть другие участники индекса, которые в данный момент могут чувствовать себя существенно лучше. Поэтому мы надеемся на то, что риски будут считаться более адекватно. Конечно, государство сделало довольно большую ставку на развитие именно банковского сектора. Тем не менее определенные усилия участников фондового рынка, мы надеемся, позволят этот баланс сил восстановить. Давайте дадим возможность нашим потенциальным клиентам поучаствовать в историях роста, которые есть вне России, и посмотрим, как и куда они понесут свои деньги.

– Если запуск российских биржевых ПИФов в обозримой перспективе все же произойдет, это будет прямой конкурент вашему продукту?

– Биржевых ПИФов пока не существует. Это только лишь запись в законе об инвестиционных фондах. Мы не считаем иностранные ETF и российские биржевые ПИФы конкурентами. Эти два продукта существенно отличаются. В нашем случае это другая регуляторная база, другие контрагенты. FinEx ETF зарегистрирован в Ирландии, поставщиками услуг для него являются международные компании, например Bank of New York и Barclays. У них отработанные процедуры «производства» ETF, аккредитации партнеров. А Ирландия вообще является мировым центром по «производству» ETF, где регистрируется 32% всех европейских ETF. Это гигантская индустрия коллективных инвестиций, сконцентрированная в одном месте и поэтому имеющая очень профессиональную инфраструктуру. То же самое можно сказать про Barclays, который является мировым лидером в области построения именно облигационных индексов.

Мы вообще не хотим говорить о конкуренции между этими продуктами. Они разные. Давайте посмотрим, что будет лежать в основе биржевого ПИФа и какое value он будет предлагать российскому клиенту. Потому что просто добавить торгуемость на бирже к ПИФу — это не решение проблемы. Базовая проблема ПИФов — это часто явное несоответствие фактической структуры ПИФа тому, что

заявлено в инвестиционной декларации. Все помнят случаи, когда у нас регистрировались ПИФы электроэнергетики или телекоммуникаций, а внутрь управляющие почему-то упаковывали акции «Газпрома». Или индексный фонд, который в какой-то момент вдруг почему-то перестает быть индексным: индекс растет и фонд растет вместе с ним, потом все вместе падают, но затем индекс потихоньку отрастает, а фонд нет. И через пару месяцев — разница в полтора раза. Что клиент при этом должен думать?

Мы смотрим на ETF как на индексную историю, которая за счет разделения первичного и вторичного рынка технологически обеспечивает жесткое следование индексу. Отрываться от индекса ETF не может просто в силу своей природы — там есть уполномоченные лица, авторизованные участники, которые при появлении арбитражной возможности сразу устраняют разницу. Поэтому разрыва между динамикой индекса и ETF не возникает. Это основное преимущество продукта. Гэп возникает только на фактический размер расходов на содержание фонда. В среднем для европейских ETF это — 0.3–0.4% от стоимости активов под управлением.

– Иностранцы могут приходить на Московскую биржу и покупать ваш ETF?

– Безусловно, если они сочтут издержки на покупку приемлемыми для себя, то могут совершать сделки с этими инструментами.

– И каковы издержки?

– Долларовый класс акций нашего евробондового FinEx ETF залистингован на Лондонской фондовой бирже, поэтому если вы сидите в Лондоне на деске, наверное, вам легче купить наш ETF на LSE, чем заплатить кому-то, для того чтобы использовать российскую лицензию или членство на бирже для покупки бумаги в России. Не факт, что это будет дешево. Но стоит задуматься о том, какие лоббистские усилия прикладывают наши финансовые компании, для того чтобы не пустить сюда иностранцев. Мы хотим, чтобы к нам приходили иностранные инвесторы, но не хотим видеть иностранных конкурентов — «нормальная» ситуация. Думаю, что она будет меняться, если мы действительно будем двигаться в сторону МФЦ.

– Не так давно ряд российских управляющих компаний запустили линейку ПИФов, инвестирующих в ETF. Согласитесь, что такой продукт в привычной упаковке продать российскому клиенту намного проще, чем новый незнакомый инструмент.

– Думаю, это временное решение в отсутствие полноценных ETF на нашем рынке. Вы взяли инструмент, который является дешевым, прозрачным, основанным на западном регулировании, в общем и целом эффективном, и упаковали его в российскую оболочку, которая вовсе не является дешевой. В ETF ведь нет скидок и надбавок — вы заплатили комиссию брокеру и это все. Упаковка в ПИФ существенно меняет экономику продукта, особенно для тех, кто держит ETF небольшой срок. Утром вы купили ETF, вечером продали, просто заплатив две комиссии брокеру — сотые процента.

Хорошо, что управляющие компании занялись международными рынками, потому что у тех, кто не делает этого, по-прежнему очень высоки страновые риски. А 2008–2009 годы показали, что страновые риски крайне опасны. Более того, могу сказать, что и фонды FinEx ETF могут служить базой для ПИФа, потому что те издержки, которые мы покажем, например внутри золотого ETF, будут существенно лучше, чем тот продукт, который сейчас используется многими компаниями для инвестиций в золото.

ЦИФРЫ

Согласно статистике независимого исследовательского агентства ETFGI, в настоящий момент в мире насчитывается 209 провайдеров, которые в сумме зарегистрировали 4 849 ETF и ETP (exchange traded fund и exchange traded product). Всего в ETF и ETP на конец июля 2013 года было вложено активов на $2.16 трлн. В целом по миру 57 бирж, включая теперь и Московскую биржу, осуществили 9.925 листинговых процедур по ETF/P инструментам (таким образом, большинство инструментов получили листинг на нескольких биржах).

Крупнейшими индекс–провайдерами для индустрии ETF/P являются: S&P Dow Jones, MSCI и Barclays. На индексы агентства S&P Dow Jones создано продуктов на $563 млрд, что соответствует доле в 27.5%. На индексы агентства MSCI создано продуктов на $319 млрд, что соответствует 15.6% рынка. И на индексы Barclays — $188 млрд и 9.2% рынка.
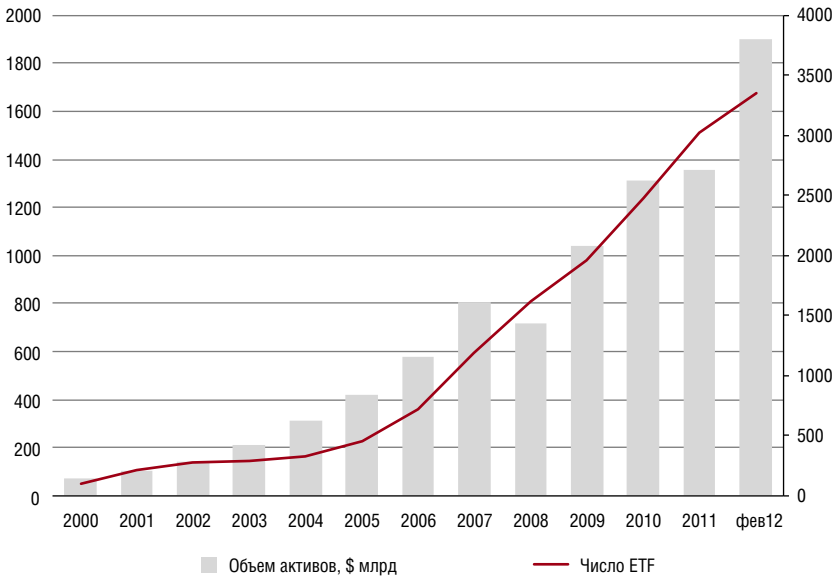
Рисунок 1
Динамика мирового рынка ETF