**Василий ИЛЛАРИОНОВ,**
управляющий директор,
Сбербанк Управление активами

# Биржевые фонды по–русски

Мировой объем рынка ETF — Exchanged Traded Fund, или биржевых инвестиционных фондов — достиг $5 трлн. Только в США существует более 2000 ETF, в них вкладываются не только розничные инвесторы, но и институциональные — пенсионные фонды, страховые компании. За последние 10–15 лет на глобальных рынках ETF стали самым популярным инвестиционным инструментом с точки зрения чистых притоков. На сегодня они обеспечивают практически 100% чистого прироста активов инвестиционных фондов. Связано это с тем, что многие инвесторы понимают, что на эффективных рынках обыграть индекс очень сложно, и предпочитают инвестировать в него.

Российская ситуация отличается от ситуации на развитых рынках. Это связано с тем, что финансовая грамотность отечественных розничных инвесторов гораздо ниже, чем на развитых рынках. Малая часть населения инвестирует в ценные бумаги, предпочитая размещать деньги на депозитах. И объективно у них есть для этого причины, учитывая волатильность, которую они видят на российском фондовом рынке. Сейчас в России рынок продавца, а не покупателя: основные потоки идут в те финансовые продукты, которые предлагают клиентам розничные банковские сети. Вполне логично при этом, что приоритеты банками расставляются исходя из маржинальности продуктов. Впрочем, в последние годы ситуация меняется: предложение начинает основываться на интересах клиента. Связано это в том числе с цифровизацией на финансовом рынке: гораздо больше инвестиционных продуктов стало доступно для покупки через мобильные приложения, клиенты могут выбирать то, что им более выгодно, в том числе ETF.

## ЧТО ЭТО — РОССИЙСКИЙ ETF?

В конце апреля 2018 года Банк России выпустил нормативную базу для расчета внутридневной стоимости пая, что позволило создавать ETF — биржевые паевые инвестиционные фонды (БПИФ) по российскому праву. На данный момент на Московской бирже запущено уже семь российских БПИФ, в том числе четыре фонда от «Сбербанк Управление активами». Уверен, что это далеко не последние фонды, которые мы увидим.

Отличается ли российский ETF от иностранных? Юридические оболочки у российского, американского, европейского ETF, безусловно, разные. В России это законодательство об инвестиционных фондах и формат биржевых ПИФ, в Европе — UCITS, в Америке фонды создаются на базе Investment Companies Act 1940. Но ETF — понятие экономическое, а не юридическое. Сам по себе биржевой инвестиционный фонд имеет своей целью обеспечить максимально близкое следование индексу, а также возможность с высокой ликвидностью в любой момент купить или продать этот инструмент на бирже. В этом плане российские биржевые фонды соответствуют критериям ETF. Есть небольшие отличия, поскольку российская законодательная база по биржевым фондам еще только начинает развиваться и некоторых возможностей у БПИФ, как они именуются в регулировании, пока нет.

На самом деле единственный действительно важный аспект, который российское законодательство не предусматривает на данный момент, — это возможность синтетически реплицировать индексы через деривативы, например свопы. То есть сейчас нам доступна только физическая репликация активов, входящих в тот или иной индекс. Это значит, что если мы создаем биржевой фонд, отслежива-

ющий динамику индекса S&P 500, то все 500 бумаг закупаем в портфель. В то же время за рубежом распространены в том числе и синтетические ETF. Например, есть активы, в частности commodity-индексы — золото, нефть и так далее, — которые удобно реплицировать именно через использование деривативов в виде свопов, а не закупать физически, потому что наша инфраструктура не особо приспособлена для того, чтобы фонд хранил слитки золота или бочки нефти.

Сейчас есть возможность внесения корзины бумаг в оплату паев, есть и законодательная возможность в части выделения в натуральном виде, однако, для того чтобы технически это возможно было осуществить, нужны дополнительные доработки на регуляторном уровне. «Вход» и «выход» бумагами или деньгами важен с точки зрения минимизации ошибки отслеживания в фонде. На текущий момент в наших биржевых фондах эту ошибку удается минимизировать, в том числе и при «входах» и «выходах» авторизованных участников фонда за денежные средства. Таким образом, мы поддерживаем в фондах практически нулевой объем кэша, и это значит, что средства клиентов постоянно инвестированы — ошибка отслеживания в фондах минимальная.

Есть у биржевых фондов, созданных по российскому праву, и специфический фактор, который связан с валютным риском. Несмотря на то что биржевой фонд следует за индексом, активы которого номинированы в валюте, например S&P 500 или индекс еврооблигаций, маркетмейкер покупает паи в рублях. Таким образом, он вынужден дополнительно хеджировать валютный риск на период, пока ему выдаются паи. У нас уже есть два фонда, номинированных в долларах и отслеживающих долларовые активы, — они торгуются на бирже как за рубли, так и за валюту. Впрочем, для клиентов нет каких-либо видимых отличий российских биржевых фондов от западных ETF в части отслеживания доходности в иностранной валюте.

Обсуждая финансовые инструменты, нельзя, конечно, обойти тему комиссий. На глобальных рынках ETF так популярны во многом благодаря низким комиссиям. Так как роль управляющего сводится к тому, чтобы обеспечивать максимально точное следование индексу, комиссия за управление снижается. Такую же тенденцию мы наблюдаем и в случае с российскими ETF. Часто приводят примеры биржевых фондов, в которых комиссия составляет сотые доли процентов. Однако как у российских, так и у иностранных ETF размер комиссии зависит от активов, которые входят в состав фонда. То есть некорректно сравнивать ETF, который американский провайдер выпускает на свой рынок, с ETF, который отслеживает индекс Московской биржи. В общем случае комиссии западных провайдеров для фондов, ориентированных на развивающиеся рынки гораздо выше. Однако стоит отметить, конечно, что эффект масштаба никто не отменял. При текущих объемах активов под управлением глобальных провайдеров комиссии внутри ETF, конечно, ниже, чем у российских биржевых фондов. Ситуация будет меняться по мере развития и роста этого рынка в России.

## КОМУ ИНТЕРЕСЕН НОВЫЙ ИНСТРУМЕНТ

В прошлом году мы начинали формировать линейку биржевых фондов с нуля, основываясь на двух факторах. Во-первых, смотрели, какие классы активов максимально пользуются спросом у существующих клиентов. Безусловно, для российских инвесторов интересно получить доступ к индексу российских акций, к государственным бумагам, к долларовым облигациям и крупнейшим международным страновым индексам, например S&P 500. Второй фактор — биржевые фонды необходимо предлагать инвесторам не как standalone-продукты по отдельности, а в виде модельных портфелей. Их основное преимущество — диверсификация: классы активов внутри портфеля не коррелируют друг с другом, что позволяет уменьшать общий риск по портфелю, сохраняя ожидаемую доходность. Исходя из этого, мы смотрим, какие классы активов и индексы нужно добавлять в нашу линейку.

В самом начале я уже упоминал, что на развитых рынках институциональные инвесторы активно инвестируют в ETF. Как показывает российская практика, институциональные инвесторы в целом гораздо более эластичны к цене услуги, чем розничные инвесторы, то есть они не покупают продукты, в которых заложена высокая маржа провайдера. Поэтому, безусловно, ETF — интересный инструмент для «институционалов». В первую очередь им будут интересны биржевые фонды, отслеживающие индексы рынка облигаций. Также важно то, что через биржевые фонды, которые являются российским инструментом, они могут получать доступ к глобальным рынкам. Напрямую такие активы многие институциональные инвесторы приобретать не имеют возможности в силу регуляторных ограничений.

## НЕМНОГО О ПЕРСПЕКТИВАХ

На сегодняшний день биржевые фонды — это около 20% от объема активно управляемых фондов. Несмотря на стремительной рывок мировой индустрии ETF, она не сможет полностью поглотить рынок инвестиционных фондов, поскольку всегда останутся низкоэффективные рынки, на которых портфельные управляющие смогут обеспечивать доходность выше индекса. Мы продолжаем наблюдать процесс поглощения доли активно управляемых фондов, но постепенно соотношение устаканится в какой-то пропорции. Какой именно, сказать сложно, многое будет зависеть от шагов, которые будут предпринимать управляющие активных фондов.

С появлением и развитием биржевых фондов ландшафт инвестиционных услуг меняется. Если в XX веке инвесторы выбирали в основном те фонды, которые пытались обыграть некий публичный индекс за счет специфических подходов к подбору ценных бумаг или балансировки весов эмитентов определенных сегментов рынка, то в XXI веке основные потоки распределились между двумя направлениями. Первое направление — в части ликвидных индексов люди стали инвестировать в ETF, то есть в фонды, которые не пытаются обогнать индекс, но зато предлагают минимальные издержки. Другое принципиальное направление — альтернативные инвестиции и absolute return продуктов, в которых, наоборот, участие управляющего максимально. Такие инструменты ставят перед собой цель обеспечить клиентам абсолютную доходность — это хедж-фонды, венчурные инвестиции, фонды недвижимости, различные алгоритмические стратегии. По всей вероятности, и российский рынок будет двигаться в тех же направлениях — активное управление не будет полностью поглощено пассивными фондами, но для того чтобы сохранить свою долю рынка и активы, управляющим придется пересматривать стратегии и брать больше рисков отклонения от индекса, обеспечивая клиентам absolute return.