



# FinEx ETF и БПИФ РФИ «Сбербанк - Индекс МосБиржи полной доходности «брутто» – ключевые различия

29/08/2018

# Executive summary

## Детальный анализ инфраструктуры

Фонды FinEx ETF в отличие от российских БПИФ УК Сбербанк УА построены на международной инфраструктуре, основанной на проверенном временем и кризисами европейском регулировании фондов коллективных инвестиций (существует с 1985 г.), в центре которой находится крупнейший в мире Администратор/Кастодиан BoNY Mellon (более 33 трлн долл. активов на хранении), который отвечает за бесперебойную работу фондов и обеспечение сохранности их активов. За управление фондом под надзором 4 регуляторов (ЦБ Ирландии, Банк Англии (FCA), Панъевропейский финансовый регулятор (ESMA) и Банк России) отвечает регулируемый в Великобритании инвестиционный менеджер, входящий в международную группу FinEx. Команда FinEx обладает огромным опытом создания ETF и управления индексными фондами.

## Сравнение экосистем

Фонды FinEx ETF в отличие от БПИФ находятся под надзором независимого Совета директоров, а среди их поставщиков ликвидности не только российские компании, но и ведущие международные игроки (Barclays, Jane Street, Bluefin и др.), которые обеспечивают ликвидность инвестиций в любых обстоятельствах, и контролируют, чтобы фонды и их провайдеры услуг действовали исключительно в интересах инвесторов. Инвестиционная декларация БПИФ не требует от управляющего точно следовать за заявленным индексом – в соответствии с Правилами БПИФ дневное отклонение от индекса на величину до 3% будет являться нормой. Напомним, что для UCITS ETF отклонение на 0,1% уже связано с регуляторными последствиями и независимым расследованием. Что же касается одного из ключевых параметров, который определяет качество управления индексным фондом, ошибки следования (tracking error), то информация о ее целевом значении в Правилах фонда отсутствует. Управляющий не включил данную информацию в Правила фонда и не взял на себя жестких обязательств в части следования заявленным стратегиям (индексу Московской биржи полной доходности). За контроль операций инвестиционного менеджера БПИФ отвечает аффилированный с УК Специализированный депозитарий Сбербанка, не обладающий опытом работы с индексными биржевыми фондами (БПИФами), а также полномочиями и процессом для превентивного мониторинга и контроля деятельности УК. FinEx ETF могут быть выпущены в виде классов акций с хеджем, торгуются на Московской бирже в валюте и рублях и с ними разрешены сделки РЕПО с ЦК. Ничего из выше перечисленного невозможно реализовать в отношении БПИФ.

## Продуктовый анализ

FinEx ETF существуют на рынке более 5 лет и доказали свою эффективность – все фонды демонстрируют минимальную ошибку следования (tracking error), устойчивы к кризисам и высокой рыночной волатильности. БПИФ гораздо ближе к традиционным для российского рынка ОПИФам, чем к ETF – основные отличия законодательства БПИФ от ОПИФ сводятся к расчету iNAV. С учетом незрелости законодательства о биржевых ПИФах в России, отсутствия международной практики администрирования фондов, независимых трасти, полноценных банков-кастодианов, нет оснований полагать, что БПИФ способен обеспечить надежное следование инвестиционному индексу и защиту инвестора от операционных и контрагентских рисков. Опыт развития паевых фондов в России подтверждает наши опасения относительно неготовности российской инфраструктуры и квалификации управляющих для решения задач, стоящих перед обращающимися на бирже индексными фондами – например, отставание ПИФ-Америка УК Сбербанка с 30 декабря 2014 года по 31 августа 2018 года от базового актива фонда (SPDR S&P500 ETF) составило 54% в руб., или 5,05% годовых при TER ПИФа на уровне 2,8% (дополнительная информация доступна по ссылке - <http://joxi.ru/Vrw6oYdHOb45PA>). Ситуация с ошибкой следования (tracking error - показатель качества управления для индексных фондов) для российских индексных ПИФов на индекс Московской биржи не менее драматична – она составляет 15,8%-20,8% годовых (в качестве бенчмарка использовался индекс MICEX Net Total Return (Resident) Index; с расчетами можно ознакомиться по ссылке, что выше значений для европейских ETFs в десятки раз – например, tracking error для FinEx ETF на индекс RTS TR (тикер FXRL) за весь период существования – 3,48% и за последний год – 0,54% (по данным Bloomberg – <http://joxi.ru/82QxVeKtj6V1jm>). По всей видимости, проблема ошибки отслеживания у БПИФ сохранится, т.к. для управления фондом будет использоваться аналогичный процесс, инфраструктура, и к ним будут применяться специфические ограничения российского законодательства о фондах.

# Экосистема ETF: участники процесса выпуска, погашения и обращения акций ETF

## ФУНКЦИЯ / ПОКАЗАТЕЛЬ

### Регулирование

#### FINEX ETF

UCITS ETF, выпущенный в соответствии с проверенным и великолепно зарекомендовавшим себя в течение последних 30 лет европейским регулированием об инвестиционных фондах (UCITS V), полностью защищающим права как европейских, так и российских инвесторов.

#### БПИФ УК СБЕРБАНК УА

Незрелость законодательства о паевых фондах (де факто отличие законодательства БПИФ от ОПИФ ограничивается расчетом iNAV), отсутствие нормальной практики их администрирования, независимых трасти, полноценных банков-кастодианов не дают оснований полагать, что новый инструмент способен обеспечить надежное следование инвестиционному индексу и защиту инвестора от операционных и контрагентских рисков. Кроме того, законодательство и Правила БПИФ не устанавливают обязанности УК точно следовать заявленной инвестиционной стратегии, как в части ошибки следования, так и абсолютного отклонения динамики стоимости фонда от заявленного индекса-бенчмарка.

#### Почему это важно?

Отсутствие соответствующих элементов инфраструктуры и законодательства приводит к тому, что операционная прозрачность, присущая ETF и обеспечивающая возможности для арбитража, в БПИФ осталась нереализованной. Как следствие, процесс эффективного ценообразования, основанный на экономической мотивации участников рынка, работать для нового инструмента не будет.

# Экосистема ETF: участники процесса выпуска, погашения и обращения акций ETF

Кастодиан/Администратор  
(спецдепозитарий)

## FINEX ETF

BoNY Mellon Trust / Fund Services - крупнейший кастодиан в мире с активами на хранении около \$33 трлн. BNYM осуществляет широкий спектр функций в части проверки деятельности ETF на соответствие регулированию и Проспекту. В результате, **ни одна сделка фонда не может быть завершена до одобрения со стороны Администратора, а любые даже незначительные отклонения в динамике акций ETF от заявленного индекса не останутся незамеченными. Таким образом, Администратор осуществляет эффективный превентивный мониторинг.**

## БПИФ УК СБЕРБАНК УА

Специализированный депозитарий Сбербанка – **данный депозитарий не обладает соответствующим опытом и экспертизой для работы с биржевыми индексными фондами (БПИФами), для превентивного мониторинга и контроля деятельности УК** (существующая линейка ОПИФ УК Сбербанка уже обслуживается данным спецдепозитарием – с результатами работы, например, фонда на американский рынок, инвестирующего в один американский ETF можно ознакомиться ниже).

Следует также обратить внимание на то, что **в соответствии с Правилами фонда УК совершает сделки на бирже с активами БПИФ без получения согласия со стороны спецдепозитария, что делает невозможным так называемый превентивный мониторинг деятельности УК по управлению ПИФом.**

## Почему это важно?

Кастодиан/Администратор является ключевым элементом инфраструктуры ETF, т.к. именно он отвечает за бесперебойную работу фондов и сохранность активов (отвечает за сохранность активов инвесторов всем своим имуществом). В связи с этим при выборе ETF крайне важно оценить опыт работы этого провайдера услуг для фонда (дополнительная информация о функционале Кастодиана/Администратора приведена на стр. 12)

# Экосистема ETF: участники процесса выпуска, погашения и обращения акций ETF

	<b>FINEX ETF</b>	<b>БПИФ УК СБЕРБАНК УА</b>
<b>Инвестиционный Менеджер</b>	<p>FinEx Investment Management LLP (UK)</p> <p>Регулируемый в Великобритании менеджер, входящий в международную группу FinEx. <b>Команда FinEx обладает огромным опытом создания ETF и управления индексными фондами.</b> Среди ключевых партнеров компании: Мартин Бедналл (ex-Barclays Global Investors (BGI) и Blackrock, опыт развития европейской ETF-платформы iShares, мирового лидера ETF-индустрии); Саймон Лур (co-основатель ETF Securities, опыт работы с индексными фондами в Morgan Stanley); Майк Пауэл (ex-HSBC Head of Global Markets). Подробнее о нашей команде на стр.10.</p>	<p>УК Сбербанк УК</p> <p><b>Ключевые члены команды УК, указанные на сайте компании, не обладают опытом в области создания и управления ETFs.</b></p>
<b>Финансовые регуляторы</b>	<p>Irish Central Bank, FCA и ESMA (надзор за деятельностью ETFs со стороны нескольких регуляторов), а также Банк России</p>	<p>Банк России</p>
<b>Определение расчетной стоимости (iNAV) ETF / БПИФ</b>	<p>Solactive AG – крупнейший независимый индекс-провайдер в ЕС (более 350 ETF ведущих ETF-провайдеров используют индексы Solactive)</p>	<p>Московская биржа</p>

## **Почему это важно?**

**Наличие регуляторного надзора со стороны нескольких регуляторов повышает уровень защиты для конечных инвесторов.** Благодаря развитой инфраструктуре и благоприятному налоговому режиму (большому числу соглашений об избежании двойного налогообложения) Ирландия является ведущей юрисдикцией для создания европейских ETF – на нее приходится около 54% всех активов европейских ETF (в России подобного регуляторного опыта до сих пор не было).

**Процесс авторизации ПИФов и контроль их деятельности носит формальный характер, опыт регулирования биржевых фондов, в т.ч. на основе принципов мотивированного суждения в России пока отсутствует.**

# Экосистема ETF: участники процесса выпуска, погашения и обращения акций ETF

Совет директоров

## FINEX ETF

Большинство в совете директоров принадлежит **независимым** директорам.

## БПИФ УК СБЕРБАНК УА

Отсутствует

### Почему это важно?

Совет директоров контролирует работу фонда, в том числе привлекая внешних экспертов, следит за деятельностью фонда и его управляющего.

**Российская модель функционирования фондов не предполагает наличие необходимых процедур сдержек и противовесов, отдавая весь процесс в руки заинтересованного лица (УК) и аффилированных с ним сторон** (спецдепозитарий фонда, так же, как и УК, является 100% дочерней компанией ПАО Сбербанк).

Независимые провайдеры ликвидности/ Авторизованные участники (уполномоченные лица)

Barclays, Goldenberg, Jane Street Financials, Bluefin Europe, Sova Capital (former Otkritie Securities)

Отсутствуют – единственным авторизованным участником и одновременно маркет-мейкером фондов выступает АО Сбербанк КИБ, являющийся аффилированным лицом УК.

Де-факто, если в ОПИФ инвестор мог обратиться за ликвидностью в УК ОПИФ, то теперь вместо УК роль провайдера передана аффилированному с УК брокеру.

Одновременно в соответствии с Правилами БПИФ уполномоченное лицо (Сбербанк КИБ) может получать доходы за счет существующих инвесторов фонда при осуществлении новых подписок: подписная цена нового пая определяется как расчетная на дату предшествующую дню выдачи паев, и если фактическая цена нового пая оказалась выше расчетной более, чем на 1,5%, то дополнительные расходы переносятся на существующих инвесторов БПИФ.

# Экосистема ETF: участники процесса выпуска, погашения и обращения акций ETF

## Почему это важно?

Большее число авторизованных участников фондов (провайдеров ликвидности) обеспечивает дополнительную защиту инвесторов, т.к. создает рыночные условия для поддержания биржевой ликвидности и справедливости цен на вторичном рынке.

**В случае БПИФ ликвидность, как и прежде с ОПИФ, может предоставить только единственный участник торгов, аффилированный с УК брокер Сбербанк КИБ. При этом обязательства КИБ по выкупу паев БПИФ являются «нерыночными» – в соответствии с Правилами фонда выкуп паев должен происходить не по справедливой цене, а по цене, отличающейся от справедливой не более, чем на 5%** (время расчетов по таким сделкам – до 10 дней). Другими словами, любой инвестор в БПИФ может столкнуться с неявной комиссией за подписку/погашение в размере до 5%.

Прозрачность инвестиционного портфеля фонда и возможность погашения «в натуре» (in-kind)

Детальная информация о составе и структуре активов, а также подписной корзине ETF публикуется на ежедневной основе.

Детальная информация о составе и структуре активов, а также подписной корзине БПИФ не раскрывается.

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.

Использование данного процесса приводит к тому, что возможны ситуации, когда уполномоченное лицо фонда (Сбербанк КИБ) получает преимущества за счет остальных инвесторов БПИФ (получает больше, чем фактическая выручка фонда от реализации относящихся к паю активов).

## Почему это важно?

Прозрачность структуры активов фонда в сочетании с возможностью подписки/погашения акций ETF в натуре создает условия для ценового арбитража между стоимостью акций ETF и базового актива. **Наличие данного механизма у ETF делает данный биржевой продукт ликвидным (переносит ликвидность из базового актива) и защищает инвесторов от несправедливого ценообразования со стороны заинтересованных лиц.** Это одно из ключевых отличительных свойств ETF – без этого механизма БПИФ с точностью до первой буквы в названии соответствует ОПИФу.

# Экосистема ETF: участники процесса выпуска, погашения и обращения акций ETF

Рыночное ценообразование и биржевая ликвидность

Возможности для повторения индекса Мосбиржи (MoEx TR Index, RTS TR Index)

Гарантия обеспеченности новых фондов базовым активом, соответствующим по структуре индексу

## FINEX ETF

Благодаря описанным выше механизмам эффективного ценообразования полностью функционирует. Обеспечивается не только наличием независимого маркет-мейкера на биржевых торгах, но и прозрачностью активов ETFs, и множеством независимых провайдеров ликвидности (авторизованных участников фонда).

Фактический рыночный спред по ETF на индекс полной доходности Московской биржи (а.к.а. MoEx TR Index, RTS TR Index) составляет около 0,15%.

**Успешно реализовано** – создание новых акций ETF происходит только после зачисления индексной корзины в соответствии с portfolio composition file на баланс фонда.

**Успешно реализовано.** См. детали ниже.

## БПИФ УК СБЕРБАНК УА

Из-за отсутствия рыночного механизма ценообразования БПИФ полностью зависит от аффилированного с УК брокера, являющегося уполномоченным участником БПИФ и его маркет-мейкром.

Биржевой спред маркет-мейкера (данные Правил фонда) на Московской бирже планируется в пределах 1%. При этом обязанность КИБа выставлять заявки в биржевой «стакан» в соответствии с Правилами фонда прекращаются после достижения дневного оборота паев на уровне 50 млн руб.

**Ограничены.** Во-первых, **используемый индекс нарушает ограничение по концентрации рисков отдельных эмитентов** (например, вес Лукойла в индексе превышает максимально разрешенные БПИФу 15%). Во-вторых, **у БПИФа есть необходимость держать ликвидность для погашений акций – часть активов будет хронически недоинвестирована**, т.к. погашение всегда происходит в деньгах, а не в натуре как у ETF. У ETF все подписки/погашения происходят через обмен акций ETF на корзину базовых активов в соответствии с portfolio composition file, а, следовательно, потребность в свободной ликвидности для погашения акций отсутствует. В-третьих, **у БПИФа установлен крайне низкий размер подписного лота (1 млн руб.), что будет серьезно снижать качество управления портфелем.**

**Не предусмотрено** Правилами фонда и законодательством – новые паи выпускаются по мере поступления денег на транзитный счет фонда и данный процесс никак не связан с фактическим инвестированием (покупкой соответствующих индексу активов).



# Экосистема ETF: участники процесса выпуска, погашения и обращения акций ETF

Гарантии следования заявленному индексу

## FINEX ETF

FinEx ETF обращаются на рынке более 5 лет и все это время качественно выполняют обязательства по повторению динамики соответствующих индексов, как в части формального качества следования (tracking error) за индексом, так и абсолютного инвестиционного результата для инвесторов (tracking difference).

## БПИФ УК СБЕРБАНК УА

Отсутствуют. С точки зрения законодательства **само понятие “индексный фонд” в России отсутствует – УК по своему усмотрению может отклоняться от индексной структуры (проактивный мониторинг сделок менеджера со стороны Спецдепозитария отсутствует)**. В соответствии с Правилами БПИФ **не обязан 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).

При этом ситуация с ошибкой следования для российских индексных ПИФов на индекс Московской биржи не внушает оптимизма – ошибка следования находится в диапазоне 15,8%-20,8% годовых (расчеты доступны по [данной ссылке](#)), что выше значений для европейских ETFs в десятки раз – например, tracking error FinEx ETF на индекс RTS (тикер FXRL) за последний год по данным Bloomberg составила 0,54% (ссылка выше).

**По всей видимости, проблема ошибки отслеживания у БПИФ сохранится, т.к. для управления фондом будет использоваться аналогичный процесс, инфраструктура и к ним будут применяться специфические ограничения российского законодательства о фондах.**

## Почему это важно?

Следование за индексом является ключевой причиной популярности индексных инструментов во всем мире. Слабость в достижении данной цели для индексного фонда делает его функционирование бессмысленным для осведомленного инвестора. Следует особенно внимательно смотреть за тем, чтобы используемый бенчмарк учитывал выплачиваемые дивиденды (т.н. Total Return Index) – к сожалению, в России не только заинтересованные управляющие, но и некоторые академические исследователи подчас «забывают» эту деталь, давая некачественным инструментам фору в 4-6% годовых (dividend yield в последние годы по индексу RTS/ММВБ).

Валюта фондов для расчета на Московской бирже

Рубли или **доллары США**

Только рубли

## Почему это важно?

У инвесторов в FinEx ETF есть возможность приобретать валютные активы используя в расчётах доллары США и не терять на конвертации.

# Команда проекта — партнеры



## Евгений Ковалишин, CFA

Старший партнер FinEx Capital Management, UK

- Отвечает за стратегическое развитие бизнеса в России
- 18+ лет в финансовом секторе
  - Успешный опыт управления портфельными и прямыми инвестициями в России и за рубежом
  - MBA Chicago Booth



## Олег Янкелев, CFA

Старший партнер FinEx Capital Management,

- Отвечает за российскую инфраструктуру бизнеса
- 15+ лет в финансовом секторе
  - Успешный опыт управления портфельными и прямыми инвестициями
  - MBA Chicago Booth



## Саймон Лур

Гендиректор FinEx Capital Management, UK

- Отвечает за европейскую инфраструктуру бизнеса
- 30+ лет в финансовом секторе, в т.ч. на руководящих постах в Morgan Stanley и Nomura
  - Успешный опыт управления международными венчурными и прямыми инвестициями, в т.ч. FinTech



## Майк Пауэлл

Старший партнер FinEx Capital Management, UK

- Отвечает за стратегическое развитие бизнеса в Европе
- 30+ лет в финансовом секторе, в т.ч. на руководящих постах в HSBC
  - Успешный опыт управления международными венчурными и прямыми инвестициями, в т.ч. FinTech



## Мартин Беднал, CFA

Управляющий директор FinEx Capital Management, UK

- Отвечает за операционное управление европейской инфраструктурой
- 20+ лет в финансовом секторе, в т.ч. на руководящих постах в Barclays Global Investors (BGI) и BlackRock (iShares)
  - Успешный опыт операционного управления ведущими ETF-провайдерами



# Приложение

# Роль кастодиана BNY Mellon в защите интересов инвестора FinEx ETF

## Проверка соответствия регулированию

- Проверка соответствия всех сделок фонда ирландским законам и Проспекту фонда, включая приложение соответствующего субфонда
- Проверка адекватности расчета СЧА
- Требование устранения любых ошибок в кратчайшие сроки в соответствии с лучшими принципами делового оборота

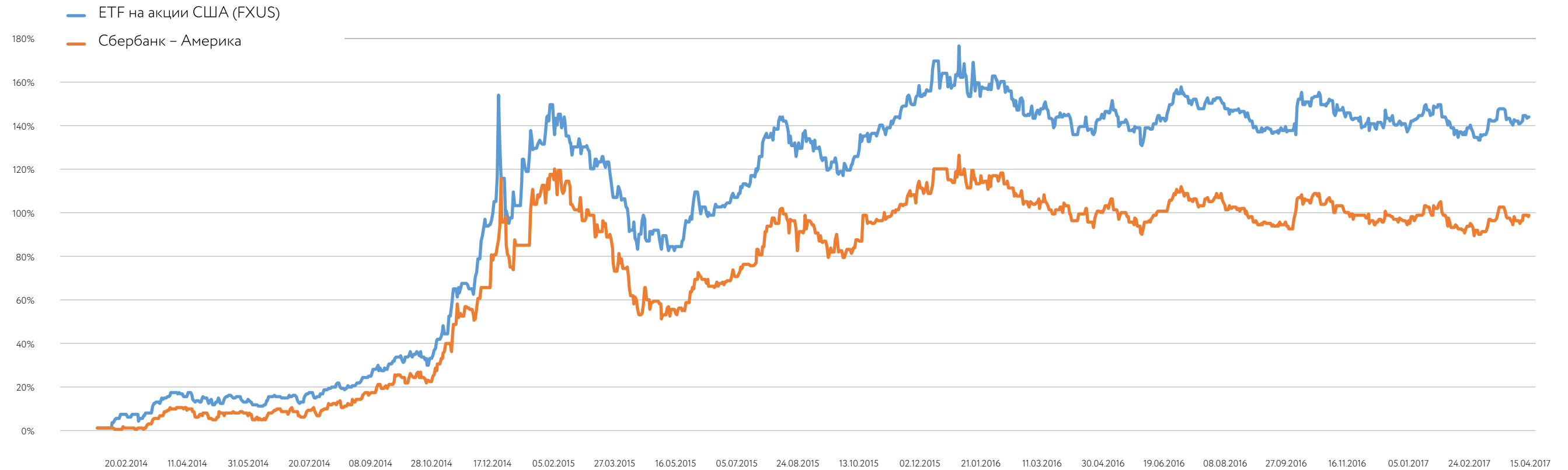
## Контроль и проверка соответствия инвестиционной политике Фонда

- Ежедневный мониторинг позиции фонда на предмет соответствия инвестиционной политике
- Мониторинг отклонений динамики стоимости СЧА FinEx ETF от динамики стоимости базового индекса (серьезным является отклонение более чем на 0,1%)
- При выявлении нарушения Кастодиан определяет причины нарушения, информирует о случившемся совет директоров и, если требуется, согласует менеджеру действия, необходимые для устранения нарушений
- В случае выявления нарушения, последние устраняются в течение 1-2 дней (если под контролем инвестиционного менеджера) и в максимально краткие сроки при соблюдении интересов акционеров (если вне контроля менеджера)

# ПИФ против ETF

пример фонда на американский рынок акций\*

Название инструмента	Описание	Полная доходность за период					С момента начала обращения ETF
		2013	2014	2015	2016	2017	
<b>FinEx ETF на акции США</b>	Фонд производит 100% физическую репликацию индекса полной доходности MSCI USA (625 акций)	8,0%	97,7%	29,1%	-7,7%	0,3%	146,6%
<b>Сбербанк – Америка</b>	Фонд инвестирует в ETF SPDR S&P 500 ETF, следующий динамике индекса S&P500		78,4%	16,8%	-9,2%	-0,3%	91,0%



\* Расчеты начиная с 1 января 2014 года, чтобы учесть смену инвестиционной стратегии ПИФ Сбербанк УА

# Информация об ограничении ответственности

Настоящее информационное сообщение подготовлено FinEx Capital Management LLP (далее "FinEx") 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. Выводы и заключения, представленные в настоящем документе, являются мнением специалистов FinEx. Никакая информация и никакое мнение, выраженное в данном документе, не являются рекомендацией по покупке или продаже ценных бумаг и иных финансовых инструментов, не является офертой или предложением делать оферту или осуществлять иные вложения капитала, не являются налоговым, юридическим, бухгалтерским, финансовым или инвестиционным советом, консультацией, разъяснением и не должны интерпретироваться как таковые в любой юрисдикции, в соответствии с законодательством таких юрисдикций. FinEx обращает внимание, что инвестиции в рынок ценных бумаг связаны с риском, включая риск потери капитала. Стоимость активов может увеличиваться и уменьшаться. Результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем. Все расчеты могут быть подвержены существенным изменениям в связи изменением рыночной конъюнктуры, что, в свою очередь, может негативно влиять на доходность (финансовый результат) и приводить к тому, что финансовые ожидания инвестора не смогут быть реализованы. FinEx, дочерние компании и их аффилированные лица, не предоставляют гарантий или обещаний будущей эффективности (доходности) деятельности на рынке ценных бумаг, не принимают на себя какой-либо ответственности за последствия решений, принятых инвестором, в том числе за любые убытки (прямые или косвенные, предвиденные и непредвиденные), в связи с использованием данного информационного сообщения. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, исходя из собственных финансовых целей и ресурсов. FinEx настоятельно рекомендует инвесторам обращаться за консультациями налоговых, бухгалтерских, финансовых и/или юридических независимых консультантов, которые будут учитывать особые обстоятельства каждой конкретной ситуации. FinEx проводит строгую внутреннюю политику, направленную на предотвращение каких-либо действительных или потенциальных конфликтов интересов FinEx и инвесторов, а также предотвращение ущемления интересов инвесторов. Настоящие положения являются неотъемлемой частью информационного сообщения и может толковаться, и применяться исключительно целиком, включая настоящие положения. Любое копирование из настоящего документа запрещено.

Все права защищены.