



Павел Иванов

Руководитель Группы по развитию инструментов
коллективного инвестирования ФБ ММВБ

ДОСТУПНАЯ БЕТА ИЛИ *ETF* — ИНСТРУМЕНТ, КОТОРЫЙ УДОБЕН ДЛЯ ВСЕХ

В последние годы все большей популярностью у фактически всех групп инвесторов стал пользоваться инструмент *Exchange Traded Fund (ETF)*. С каждым годом число *ETF* увеличивается в среднем на 20–30%. До начала мирового финансового кризиса такими же темпами прирастали и объемы активов под управлением таких фондов. Более того, даже в кризисный период создавались новые фонды *ETF*, вследствие чего, стоимость активов под управлением таких фондов снизилась менее значительно, чем ведущие мировые фондовые индексы. Объем биржевых торгов долями *ETF (ETF shares)*¹ в течение последних трех лет уверенно рос, фактически ежегодно удваиваясь. Все это говорит о том, что данный инструмент нашел «своего» инвестора и доказал свою жизнеспособность (рис. 1). В данной статье будет предпринята попытка ответить на вопросы, чем же привлекателен такой продукт как *ETF*, и насколько реально в ближайшем будущем увидеть *ETF* на российском биржевом рынке.

Основные преимущества *ETF* для разных групп инвесторов

У *ETF* есть несколько преимуществ, делающих его одинаково эффективным инструментом, как для институциональных, так и для частных инвесторов. К ним, в частности, относятся:

- высокий уровень диверсификации портфеля;

- точное следование индексу и достигаемая за счет этого возможность для инвестирования в различные рынки и их сегменты, а также использование различных стратегий инвестирования;
- низкие издержки по сравнению с традиционным взаимным фондом (плата за управление начинается от 0,2% среднегодовой стоимости активов);
- высокий уровень ликвидности долей *ETF*, обеспечивающий возможность беспрепятственного входа и выхода из бумаги;
- возможность торговли ценными бумагами *ETF* как обыкновенными акциями (маржинальная торговля, короткие продажи и т. д.);
- высокая степень защищенности прав и интересов инвесторов, наличие эффективной системы управления рисками и

обеспечение жесткого надзора со стороны регулирующих органов;

- наличие льготного режима налогообложения доходов инвесторов от вложений в инвестиционные фонды;
- возможность получения дополнительной прибыли за счет проведения арбитражных операций со стороны крупного участника рынка.

Ошибка следования (*tracking-error*) цены *ETF* относительно динамики индекса обычно составляет десятые доли процента. Это позволяет инвестору даже при небольшом объеме вложений максимально диверсифицировать свои риски и переложить вопросы по отслеживанию структуры портфеля на Управляющего *ETF*. Достичь такой маленькой ошибки следования позволяет механизм арбитражного ценообразования на доли *ETF*, который дает сти-

ETF — 2008 г. в цифрах

К концу 2008 г. в мире было зарегистрировано почти 1600 *ETF* под управлением более чем 80 управляющих компаний.

Активы под управлением всех *ETF* за 2008 г. снизились примерно на 20%, составив 630 млрд долл. Для сравнения: ведущий фондовый индекс США — *Dow Jones Industrial Average* — снизился на 33%, британский *FTSE 100* — на 31%, а японский *NIKKEI* — на 42%.

Доли *ETF* торгуются на 42 биржах, из них одна впервые провела листинг этих финансовых продуктов в 2008 г. С учетом кросс-листинга одних и тех же фондов на различных биржах по итогам 2008 г. на биржевой рынок было допущено более 2600 *ETF*-инструментов.

Среднедневной мировой объем торгов долями *ETF* в 2008 г. вырос почти в 2 раза и достиг 130 млрд долл. в день.

В 2009 г. планировался запуск еще 570 *ETF*.

¹ Здесь и далее автор приводит свой перевод традиционных для Западного рынка терминов, давая в скобках оригинальные названия.



Определение ETF

ETF называют одним из самых инновационных финансовых инструментов, причем по данному вопросу демонстрируют удивительную солидарность как практики фондового рынка, так и научная общественность. Согласно определению, данному *Securities & Exchange Commission* (США), ETF — это открытый фонд, повторяющий динамику определенного индекса и прошедший листинг на одной из фондовых бирж.

Традиционно, в соответствии с имуществом ETF, представляющем собой ценные бумаги, входящие в корзину индекса, выпускается достаточно большое количество долей (ETF units или ETF shares), которые торгуются на фондовой бирже как обыкновенные акции (common stock). В результате на вторичных торгах инвестору предлагается с помощью всего лишь одной бумаги продавать или покупать динамику экономики страны, ее отрасли или экономического региона, в зависимости от того, что отражает индекс, являющийся базовым для конкретного ETF.

Помимо копирования всевозможных индексов рынка акций, ETF также используется для доступа на товарные и долговые рынки, хотя как видно из рисунка 1 этот сегмент пока только развивается. Казалось бы, ничего сложного в создании такого фонда нет. Тем не менее, с точки зрения практики, за созданием ETF стоит механизм арбитражного ценообразования, позволяющий фактически намертво привязать динамику цены доли ETF к динамике того индекса, который он воспроизводит, а также слаженная работа всех участников процесса создания и дистрибуции ETF, количество которых зачастую превосходит десять организаций.

мул управляющим компаниям максимально повторять структуру индекса, на который выпускается ETF. Именно небольшая относительно динамики индекса и простота использования (за счет листинга на бирже) позволила ETF стать настолько привлекательным инструментом, как для институциональных, так и для розничных инвесторов, что в свою очередь обеспечило наличие ликвидного вторичного рынка таких инструментов. Более того, минимальная ошибка следования сделала неэффективным создание более чем одного ETF на каждый из крупнейших биржевых индексов. Ведь если бы на рынке присутствовало два и более ETF на один и тот же индекс, это были бы фактически идентичные продукты, и стоять они должны были бы также одинаково. Однако, управляющая компания, создавшая меньший из двух ETF, не смогла бы демонстрировать такую же управленческую и ценовую эффективность, что повлекло бы за собой переток денег инвесторов в более крупный ETF.

Проблемы создания и обращения ETF на российском фондовом рынке

Для российских институциональных и частных инвесторов ETF мог бы стать очень интересным инструментом вложения средств. Традиционными крупными инвесторами в ETF являются пенсионные фонды, перед которыми стоит задача максимальной диверсификации вложений, а не обгон какого-либо из индексов. Многим же неискушенным част-

ным инвесторам было бы интересно инвестировать в рост фондового рынка в целом, не пытаясь разобраться во всех тонкостях, связанных с инвестициями в акции отдельных компаний. Фактически, и той и другой группе инвесторов важна так называемая Бета (β), равная 1, — коэффициент корреляции роста рынка в целом и инвестпортфеля — и ETF мог бы стать инструментом, позволяющим ее достигнуть. Тем не менее, на российском фондовом рынке такого инструмента пока нет. Основной проблемой в области создания инструмента аналогичного ETF в мировой практике является отсутствие в России правового поля, регламентирующего работу таких инструментов.

На первый взгляд, паи открытых индексных ПИФов соответствуют формальным требованиям к ETF: они и «отслеживают» индекс, и торгуются на бирже. Например, на Индекс ММВБ, являющийся основным индикатором российского фондового рынка и включающий 30 наиболее ликвидных акций крупнейших и динамично развивающихся российских эмитентов, зарегистрировано 37 индексных ПИФов, из которых 11 допущено к торгам на ФБ ММВБ. Тем не менее, индексные ПИФы схожи с ETF лишь по своей идеологии, а по всем остальным параметрам очень сильно проигрывают классическому ETF (табл. 1).

Проблемы обращения

Из приведенной таблицы видно, что в процессе своего биржевого обра-

нения доли ETF, предоставляют инвесторам абсолютно те же возможности, что и при операциях с обыкновенными акциями (common stock). На сегодняшний день Закон №156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» не допускает таких возможностей при торговле паями ПИФов. Возможно, базовым инструментом для создания ETF мог бы стать акционерный инвестиционный фонд (АИФ), однако на сегодняшний день его использование затруднено существующим двойным налогообложением доходов пайщика такого фонда, а также тем, что АИФ может существовать только в форме закрытого фонда, что ставит под сомнение эффективность арбитражного ценообразования.

Проблемы эффективного ценообразования

ETF — это биржевой продукт, покупка и продажа которого частным инвестором, предусмотрена лишь через брокера на организованном биржевом рынке. Отсутствие постоянного процесса выдачи-погашения долей ETF позволяет управляющему ETF держать «в деньгах» минимальное количество средств, тем самым максимально приближая структуру своих активов к структуре индекса. В России же любой розничный инвестор может обратиться в управляющую компанию с заявкой о погашении своих паев (индекс-

Рис. 1. Динамика количества ETF и активов под их управлением

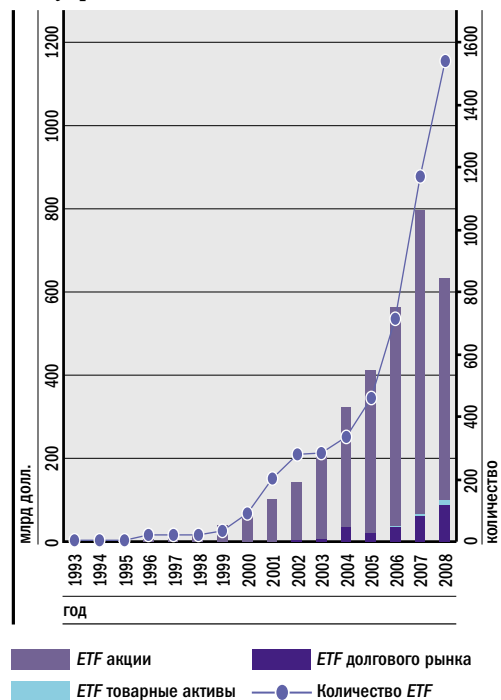




Табл. 1. Сравнение основных характеристик *ETF* и российского индексного ПИФа

	Индексный ПИФ	ETF
Общие свойства		
Идеология	«Упаковка» индекса в одну бумагу	«Упаковка» индекса в одну бумагу
Ценообразование	Расчет СЧА в конце дня (арбитражное ценообразование отсутствует) + двойное ценообразование (см. ниже)	Биржевые торги, арбитражное ценообразование
Покупка (выдача)	В офисе УК, вторичные биржевые торги	Вторичные биржевые торги + <i>Creation Units</i> (бартер)
Продажа (погашение)	В офисе УК, вторичные биржевые торги	Вторичные биржевые торги + <i>Creation Units</i> (бартер)
Налоговая эффективность	Продажа паев пайщиком вызывает <i>capital-gain</i> и налогообложение фонда	«Бартерное» погашение долей <i>ETF</i> не вызывает <i>capital-gain</i>
Возможности торговли на бирже		
Внутридневная торговля	Не исключена	Да
Короткая продажа	Нет	Да
Маржинальная торговля	Нет	Да
Арбитражные операции	Нет	Да

ного фонда). С учетом этой особенности фонду всегда нужно иметь достаточно средств на своем счете либо быть готовым в любой момент продать бумаги из активов фонда, чтобы обеспечить отток денежных средств при погашении паев фонда. Это приводит к потенциальному несоответствию структуры активов индексного фонда с базой расчета индекса и, соответственно к большей, чем у *ETF* ошибке следования. Более того, биржевое обращение паев индексных ПИФов приводит к существованию двойного ценообразования на бумаги таких фондов и, соответственно, к общей неэффективности такого рынка.

Несмотря на то, что *ETF* по своей природе является открытым фондом, его открытость реализована иначе по сравнению с открытым индексным фондом в российском законодательстве. В *ETF* реализована возможность масштабируемости фонда в зависимости от потребностей рынка. Схема создания-погашения (*creation-redemption*) долей *ETF* приведена на рис. 2.

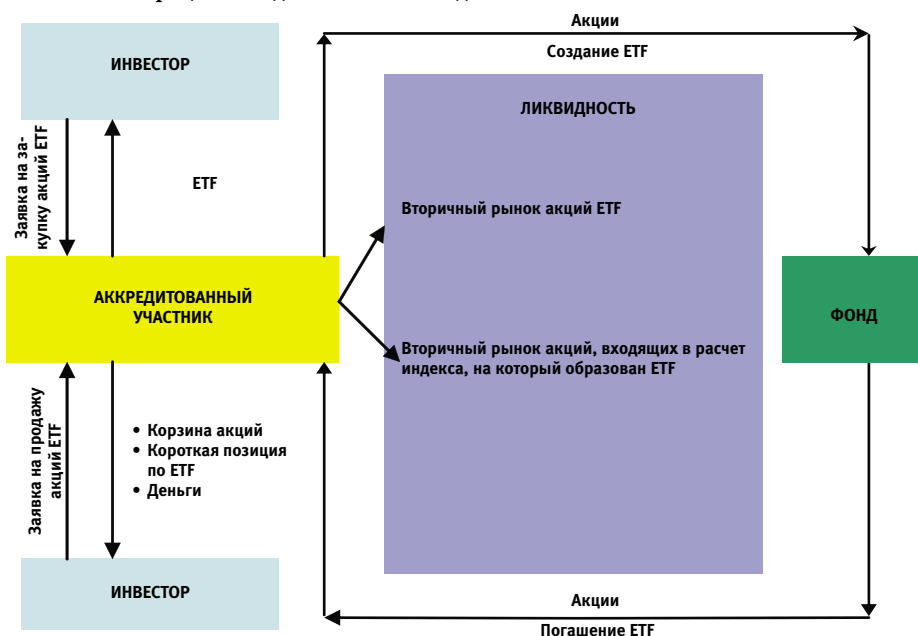
Основной особенностью этого процесса является то, что создание и погашение долей *ETF* производится на бартерной основе и оптовыми объемами — т. н. базовыми пакетами (*creation units*). В процессе выдачи Аккредитованный участник

(брокер) поставляет Управляющему ценные бумаги, входящие в корзину Индекса, в количестве достаточном для выписывания против них заранее оговоренного в правилах управления количества (обычно 50 000) долей *ETF*. После этого Аккредитованный участник продает доли *ETF* розничным инвесторам на биржевом или внебиржевом рынке. Процесс погашения долей *ETF* происходит строго наоборот и также носит бартерный характер: Аккредитованный участник поставляет Управляющему целое число базовых пакетов и получает взамен акции из корзины индекса, которые он может продать на биржевом или внебиржевом рынке. Основными преимуществами «бартерной схемы»² является налоговая эффективность процесса, а также возможности для арбитража со стороны крупных участников рынка. Это, в свою очередь, гарантирует эффективное ценообразование и минимальные ошибки следования.

Выводы

На сегодняшний день в рамках действующего в России законодательства повторить механизм создания-погашения долей *ETF* невозможно, поскольку Закон №156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» не допускает вывода имущества фонда в неденежной форме при погашении его паев. Без реализации механизма арбитражного ценообразования все попытки создать *ETF* на российском фондовом рынке будут приводить к созданию очередного индексного фонда, допущенного к торгам фондовой биржей. Возможным решением могло бы быть закрепление аналогичного *ETF* инструмента и принципов его функционирования на уровне Закона № 156-ФЗ, а также закрепление допустимой структуры активов — в Приказе ФСФР России 08-19/пз-н «Об утверждении Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов». Также необходимо решить вопрос, связанный с налогообложением операций по созданию-погашению долей *ETF* в неденежной форме. Параллельно с процессом введения в российскую деловую практику понятия *ETF*, можно начать прорабатывать вопрос кросс-листинга *ETF*, выпущенных на ведущие мировые индексы. Это позволит российским инвесторам вкладывать в рост мировой экономики, работая на внутреннем фондовом рынке. ■

Рис. 2. Схема процесса создания-погашения долей *ETF*



² На некоторых рынках вместо бумаг используются деньги, однако это ведет к налоговой неэффективности процесса создания/погашения акций *ETF*.