Григорий ИСАЕВ,
руководитель группы торговых операций с фьючерсами,
ИК «Тройка Диалог»

В последнее время интерес российского рынка к так называемым ETF — Exchange Traded Funds, индексным фондам, паи которых обращаются на бирже — сильно вырос. В середине августа УК «Тройка Диалог» запустила российский аналог западных ETF — открытый индексный паевой инвестиционный фонд «Тройка Диалог — Индекс РТС Стандарт», оборот по которому по итогам первого дня торгов практически достиг $10 млн — среднедневного оборота по фьючерсу на индекс RTS Standard.

ETF: совсем другая история

Классический Exchange Traded Fund — индексный фонд с торгуемыми на бирже паями — является удобным, эффективным с точки зрения налогообложения и обладающим низкими издержками инструментом пассивного инвестирования, который позволяет инвесторам иметь позицию в определенном классе активов. ETF сочетает в себе возможность легкого входа и выхода из фонда, присущую открытым ПИФам, с возможностью покупать и продавать его паи на бирже, характерную для закрытых фондов.

Сегодня на глобальном рынке существуют сотни, если не тысячи ETF, большая часть которых привязана к определенным биржевым и товарным индексам. Самые популярные на сегодняшний день ETF — фонд SPDR S&P-500 ETF Trust (SPY), Powersahres QQQQ (QQQQ, индекс Nasdaq 100) — привязаны к индексам акций.

> «СЕГОДНЯ НА ГЛОБАЛЬНОМ РЫНКЕ СУЩЕСТВУЮТ СОТНИ, ЕСЛИ НЕ ТЫСЯЧИ ETF, БОЛЬШАЯ ЧАСТЬ КОТОРЫХ ПРИВЯЗАНА К ОПРЕДЕЛЕННЫМ БИРЖЕВЫМ И ТОВАРНЫМ ИНДЕКСАМ»

Схема работы этих фондов, рассчитанных на обращение на вторичном рынке, устроена следующим образом: фонд держит портфель акций, полностью соответствующий композиции индекса, что позволяет динамике ETF повторять динамику индекса, к которому он привязан. Акции фонда создаются и погашаются управляющей компанией только крупными блоками, от 50 000 штук. Создавать и погашать акции фонда могут только крупные игроки, имеющие статус авторизованного участника (authorized participant), путем обмена акций фонда на корзину бумаг, входящих в индекс (exchange for physicals). Частные клиенты доступа непосредственно к управляющей компании фонда не имеют. Авторизованные участники создают и погашают паи как для себя, так и для своих клиентов за комиссию. Очень часто для поддержания эффективности рынка управляющие компании заключают договоры на маркет-мейкинг с некрупными игроками и обязывают своих авторизованных участников делать маркет-мейкерам скидку на комиссию при создании и погашении паев.

Возможность обмена акций фонда на корзину бумаг и наоборот создает арбитражную связку: в случае отклонения цены ETF от стоимости его чистых активов участники могут осуществить короткую покупку или продажу акций ETF, одновременно захеджировав ценовой риск корзиной бумаг, после чего поменять эту корзину на новые паи или погасить купленные паи.

Таким образом, цены на ETF, как правило, очень эффективны, а отклонение биржевой стоимости пая от его расчетной цены очень невелико. При этом цикл расчета и арбитража по акциям достаточно мал и составляет от трех до пяти дней, в то время как при индексном арбитраже он может достигать трех месяцев в зависимости от длины обращающегося фьючерса. Многие ETF используются и для регуляторного арбитража: так, ETF, привязанный к индексу волатильности, формально может считаться акцией, что позволяет частному инвестору иметь его

в своем портфеле пенсионных накоплений, где работа с деривативами, как правило, ограничена. И в этом отношении ETF похожи на структурированные ноты, которые под видом облигаций дают возможность брать на себя различные риски.

Если говорить о развитии, то ETF-бизнес не стоит на месте. Так, относительно недавно в исторических масштабах были созданы ETF на товары и товарные индексы. Держать в фонде нефть, пшеницу или газ, конечно же, невозможно, поэтому многие ETF работают с деривативами, то есть покупают фьючерсы или свопы вместо базового актива. Кроме того, с деривативами активно работают и так называемые «обратные ETF», позволяющие брать на себя повышенные риски и шортить рынок. Они дают противоположную изменению какого-либо сырьевого актива динамику, часто с плечом, то есть позволяют некрупному инвестору, имеющему брокерский счет и торгующему акциями, выбирать любой риск-профиль, хеджировать свои вложения и работать с широким кругом активов, не неся при этом значительных издержек при входе на определенные рынки.

Деривативные ETF являются синтетическими: они не держат базового актива, а только деривативы, облигации, портфели сделок РЕПО и так далее. Именно это позволяет управляющим создавать разного рода нестандартные продукты под конкретные нужды клиентов. В последнее время очень часто с целью снижения издержек даже традиционные типы фондов, например фонды, привязанные к динамике индексов рынка акций и облигаций, структурируются как синтетические. Основным недостатком данного подхода является то, что в структуре фонда появляется в различных формах кредитный риск, что ярко проявилось в кризис 2008 года. Конечно, частично эта проблема снижается за счет диверсификации фонда по составу контрагентов по деривативам и ограничений на инвестирование свободных денежных средств.

Переходя к российскому рынку ETF, можно отметить, что он еще весьма и весьма молод: первый индексный фонд, аналогичный западному ETF, запустила в августе этого года управляющая компания «Тройка Диалог». Российское законодательство не предусматривает возможность создания классического ETF, поэтому можно говорить о том, что открытый индексный паевой инвестиционный фонд «Тройка Диалог — Индекс РТС Стандарт» является аналогом ETF. Фонд держит портфель акций, которые соответствуют индексу RTS Standard, то есть следует динамике индекса, торгуется на бирже и дает возможность эффективного создания и погашения паев.

> РОССИЙСКОЕ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВО НЕ ПРЕДУСМАТРИВАЕТ ВОЗМОЖНОСТЬ СОЗДАНИЯ КЛАССИЧЕСКОГО ETF, ПОЭТОМУ МОЖНО ГОВОРИТЬ О ТОМ, ЧТО ОТКРЫТЫЙ ИНДЕКСНЫЙ ПАЕВОЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ФОНД «ТРОЙКА ДИАЛОГ — РТС СТАНДАРТ» ЯВЛЯЕТСЯ АНАЛОГОМ ETF

Сравнивая классические российские ПИФы с новым фондом, запущенным «Тройкой Диалог», важно отметить, что они действительно имеют много общего: управляются профессионалами и позволяют диверсифицировать активы, но отличаются схемой покупки и погашения паев. Покупка или продажа паев традиционного российского ПИФа осуществляется на дату t+2 или t+3, по признаваемым котировкам активов фонда, что неудобно для пайщика, который не может с уверенностью сказать, по какой цене он войдет в фонд и выйдет из него, и создает целый ряд рисков в условиях волатильности рынка. Купля-продажа паев фонда «Тройка Диалог — РТС Стандарт» происходит иначе: пайщик покупает паи не у управляющей компании, а у маркет-мейкеров на бирже или ОТС. Паи на бирже котируются по стоимости чистых активов фонда на данный момент.

Кстати, такая схема работы стала возможной только при появлении в России рынка RTS Standard. Основной рынок торговли акциями в России — биржа ММВБ, где поставки в основном режиме торгов осуществляются по схеме t+0, и для того чтобы продать какие-то паи на бирже, маркет-мейкеру нужно иметь в них позицию.

Торги на RTS Standard более приближены к мировым стандартам. Длинные поставки — то есть классические для мировых рынков — осуществляются от трех до пяти дней в зависимости от страны, биржи, регуляции и других параметров. В RTS Standard выбрана некая золотая середина t+4, что позволяет, например, продать акцию на рынке RTS Standard, купить ADR, тут же ее конвертировать в локальную бумагу и поставить по своим обязательствам в RTS Standard. Такая схема торгов гораздо удобнее для профессиональных участников, арбитражеров и клиентов, чем торги со стопроцентным предепонированием.

Длинная поставка t+4 дает маркет-мейкеру возможность продать паи клиенту, затем создать эти паи через управляющую компанию, на третий день получить эти паи в свою позицию, а на четвертый день — поставить их по своим обязательствам. Большое преимущество этого инструмента заключается в том, что можно гарантировать цену, по которой инвестор хочет зайти в данный пай. В этом случае связка работы управляющей компании и маркет-мейкера очень важна, потому что российское законодательство не позволяет менять паи на другие ценные бумаги и обратно, а все расчеты происходят в деньгах.

Если УК хочет четко следовать индексу, ей нужно попасть в идеально признаваемые котировки при покупке и продаже акций. Кроме того, при самостоятельной торговле на бирже она будет нести транзакционные издержки. Единственный способ избежать этого — получить гарантию маркет-мейкера относительно возможности купить или продать нужные объемы ценных бумаг по данным котировкам. То есть простейшая схема создания паев заключается в том, что маркет-мейкер продает длинной поставкой паи фонда, покупает хеджирующий пакет акций, а затем дает распоряжение о создании новых паев, чтобы поставить их клиенту по своим обя-

зательствам. Зная, в какой день и по каким ценам создаются паи, он может в тот же день продать свой хеджирующий портфель управляющей компании по признаваемым котировкам и получить паи. Таким образом, сам фонд не несет никаких дополнительных издержек и не имеет проблемы попадания в признаваемые котировки, эта «головная боль» лежит на маркет-мейкерах, что снижает потенциальную ошибку следования индексу.

В первые дни после запуска фонд «Тройка Диалог — Индекс РТС Стандарт» показал очень неплохой объем торгов, значит интерес к такого рода инструментам на российском рынке есть. И это неудивительно: фонд обладает достаточно низкими для российского рынка издержками и невысокой вероятностью ошибки. Кроме того, уникальным для российского рынка является тот объем информации, который раскрывает «Тройка» совместно с биржей РТС: на сайте РТС отражается структура активов фонда и рассчитывается по котировкам RTS Standart индикативная стоимость пая фонда «Тройка Диалог — Индекс РТС Стандарт».

Российское законодательство делает определенные шаги в сторону либерализации рынка ETF в России. Так, в Государственную Думу внесены в первом чтении поправки к закону «Об инвестиционных фондах», которые определяют российские ETF. И хотя некоторые вопросы остаются в этих поправках нерешенными (например, погашать паи в текущем варианте по-прежнему можно будет только деньгами), будем надеяться, что данные шаги будут сделаны и рынок ETF в России заработает в полную силу.

Может ли что-либо помешать этому? К сожалению, индексное инвестирование в нашей стране не очень развито, и большинство инвесторов считает, что может в долгосрочной перспективе переиграть индексы, имея при этом слабо диверсифицированные портфели. Не стоит, я думаю, напоминать читателям, что основополагающий принцип инвестирования заключается в диверсификации. Недостаточная диверсифицированность портфелей клиентов стала одной из причин запуска этого фонда, который, по нашему мнению, призван помочь инвесторам заложить основу диверсифицированного портфеля.

Организатор

Cbonds congress

При поддержке

АУВЕР

Генеральные спонсоры

Велес Капитал
ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ

РЕГИОН

Промсвязьбанк

Спонсор

а·ф·банк

www.cbonds-congress.com

V Вексельный Конгресс

8 октября 2010 года

Ростов-на-Дону, гостиницаDON-PLAZA