Никита КНЯЗЕВ,
аналитик департамента структурных продуктов и торговых операций, «ТКБ Капитал»

Слабая развитость отечественного фондового рынка, несмотря на многообещающие перспективы, заставляет российских институциональных инвесторов все чаще присматриваться к новым инструментам и активам. Портфельные менеджеры могут реализовывать инвестиционные возможности на рынках с различными профилями политических, валютных и рыночных рисков развитых и развивающихся стран. Дальновидные игроки уже сейчас начинают использовать доступ к товарным рынкам (нефть, золото и т.д.), гибридным стратегиям и другим новым инструментам. Особое внимание уделяется стратегиям с защитой капитала (использование индексируемых депозитов и портфеля облигаций и опционов). В текущей неопределенной ситуации расширение инвестиционного горизонта вполне оправдано. Мы предлагаем обратить внимание на три типа ETF: фонд, инвестирующий в облигации с плечом, фонд, дающий короткую позицию в облигациях, и фонд, принимающий кредитный риск через CDS.

Михаил МОРОЗОВ,
вице-президент, департамент структурных продуктов и торговых операций, «ТКБ Капитал»

ETF на горизонте

В России достаточно бурно развивается срочный и товарный рынок. Согласно данным Futures Industry Association, по итогам 2010 года срочный рынок РТС вошел в топ-10 мировых бирж по торговле производными финансовыми инструментами. В мае этого года объем торгов на FORTS превысил $10 млрд, при этом объем в товарной секции составлял более $500 млн. К примеру, объем торгов фьючерсным контрактом на аффинированное серебро в слитках составлял более 9.5 млрд руб. В этом году мы также стали свидетелями запуска торгов фьючерсом на ОФЗ и на волатильность индекса РТС. Однако помимо рынка фьючерсов российским инвесторам доступны и другие современные инструменты, например ETF. Они позволяют, с одной стороны, получить более комфортные условия инвестирования и расширить линейку инвестиционных продуктов, с другой — создавать приемлемый профиль рыночных рисков и выбрать способ заработка.

ETF (Exchange-Traded Funds) дословно переводится как «фонды, торгующиеся на бирже». Но на западном рынке эту аббревиатуру трактуют еще и как акроним основных преимуществ этих пассивно управляемых публично торгуемых фондов: easy to use (простота в использовании), transparency (прозрачность) и flexibility (гибкость). ETF могут торговаться в системе Euroclear так же легко, как акции и еврооблигации. Их можно покупать и продавать в любой момент времени на протяжении торговой сессии биржи, на которой осуществлен листинг ETF. Другим существенным преимуществом торгуемых фондов является их прозрачность. Традиционные активно управляемые фонды обычно информируют своих инвесторов о структуре портфеля один раз в месяц, квартал или в полгода. Точный же состав ETF может быть получен в любой момент торгового дня биржи. Более того, iNAV (indicative net asset value) для ETF рассчитывается в режиме реального времени во время торговли. Все это делает ETF одним из наиболее прозрачных инвестиционных инструментов. Ликвидность ETF поддерживается одним или несколькими маркет-мейкерами, ко-

Рисунок 1
Схема создания ETF путем полной репликации

торые постоянно котируют цены покупки и продажи на бирже. Существует несколько способов создания (репликации) ETF. Основными можно назвать полную репликацию (full replication) и синтетическую репликацию (synthetic replication/ swap-based replication).

В случае полной репликации фонд владеет всеми компонентами, составляющими актив (например, индекс), согласно их весам (Рис. 1). В случае изменения этих весов меняется и структура ETF. Данный тип репликации требует портфельного управления, но не активной торговли. Такие эмитенты, как iShares, ETFLab и UBS, создают свои ETF путем полной репликации. В случае синтетической репликации (основанной на сделках своп) для моделирования динамики актива используются производные инструменты (Рис. 2). Эмитент ETF заключает своп-соглашение с контрагентом. Синтетическое реплицирование с использованием свопов достаточно точное, но только если речь не заходит о дивидендах. На товарных рынках не принято платить дивиденды, поэтому использование свопов при реплицировании допустимо. В большинстве случаев ETF выпускаются на индексы и фьючерсы, которые не платят дивидендов. Синтетическое реплицирование используют Luxor AM, db x-trakers и другие.

Ликвидность фонда на бирже никак не связана с его размером. Она определяется ликвидностью актива, на который выпущен фонд. Даже маленький фонд может иметь большие объемы торгов внутри дня. С другой стороны, фонд с большими активами может иметь минимальные объемы торговли. Также ликвидность зависит от возможности маркет-мейкера использовать для хеджирования корзину других активов (с высокой корреляцией по рыночному риску), торгуемые фьючерсы, синтетические инструменты, другие ETF и сертификаты на индексы. Это позволяет котировать ETF, даже когда на рынках базового актива выходные дни. Необходимость в подобном хеджировании возникает из-за того, что эмитент ETF выпускает новые паи достаточно крупными объемами. Поэтому маркет-мейкер, который должен торговать небольшими объемами, вынужден держать позицию в ETF и хеджировать ее. Минимизация рисков маркет-мейкера обеспечивается также диверсификацией потоков, поэтому многие ETF имеют листинг сразу на нескольких биржах. Один маркет-мейкер, как правило, котирует «схожие» ETF (по составу, географии, дюрации и т.п.) и совмещает торговлю на биржевом и внебиржевом рынках.

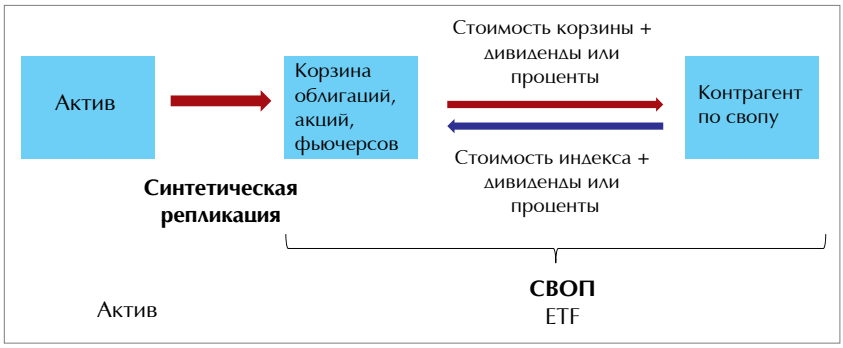


Рисунок 2
Схема создания ETF путем синтетической репликации

ETF имеют также ряд дополнительных преимуществ:

- минимальный объем сделки, обычно порядка 200 евро;
- удобное планирование денежных потоков;
- охват большого количества активов, на которые не торгуются фьючерсы;
- простая поставка и внутренний учет, отсутствие необходимости в открытии дополнительных счетов и специальной документации;
- простая форма диверсификации рыночного риска;

Таблица 1
Использование методов репликации при создании фондов

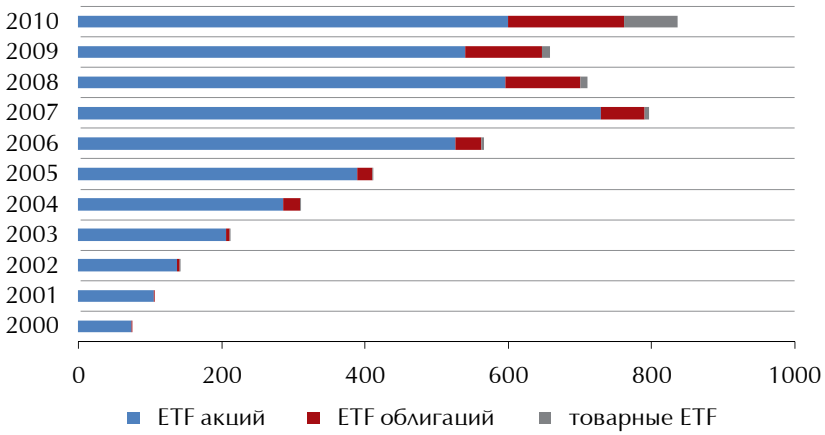
Эмитент фонда	Контрагент по свопу	Рейтинг контрагента (S&P/Fitch/Moody's)	Полная репликация	Синтетическая репликация
Amundi ETF	Credit Agricole CIB	A+/AA-/Aa1	3	98
BBVA	–		7	
Comstage	Commerzbank AG	A/A+/Aa2	1	77
db x-trackers	Deutsche Bank AG	A+/AA-/Aa3	11	217
EasyETF	BNP Paribas S.A.	AA/AA-/Aa2	24	62
iShares IE	Credit Suisse	A/AA-/Aa2	129	2
	Royal Bank of Scotland	A/AA-/A1		

- отсутствие издержек на пролонгацию позиции, отсутствие маржинальных требований.

Неопределенность развития мировой экономики делает простые стратегии очень рискованными, поэтому развитие рынка новых инструментов, таких как ETF, в последние годы идет быстрыми темпами.

В последние годы стал заметно расти сегмент fixed income и commodity ETF.

Рисунок 3
Размеры активов ETF под управлением, $ млрд



Базовый актив	Название фонда	Код инструмента в Bloomberg	Код инструмента в Reuters	ISIN	Валюта	Активы под управлением, млн евро	Комиссия за управление	Метод репликации
Eurozone	EASYETF ITRAXX EUROPE HIVOL	EIVEUR GT	EIV.DE	LU0281436302	EUR	4	0.20	Swap
Eurozone	COMSTAGE BOND FUT LEVERAGED	5X61 GR	5X61.DE	LU0530118024	EUR	42	0.20	Swap
Euro MTS	AMUNDI ETF SHT 5–7	S5B FP	S5B.PA	FR0010823443	EUR	10	0.14	Swap

Таблица 2
Характеристики выбранных фондов ETF

На фоне долговых проблем в еврозоне и исторических максимумов по доходности греческих и ирландских облигаций обратим внимание на ETF-фонды облигаций. В данном контексте интерес со стороны инвесторов и портфельных менеджеров может быть к фондам:

- с участием в рынке облигаций «с плечом»;
- с короткой позицией в облигациях;
- с участием в рынке CDS.

Рисунок 4. **Изменение стоимости фонда ComStage ETF Commerzbank Bund-Future Leveraged TR, евро**

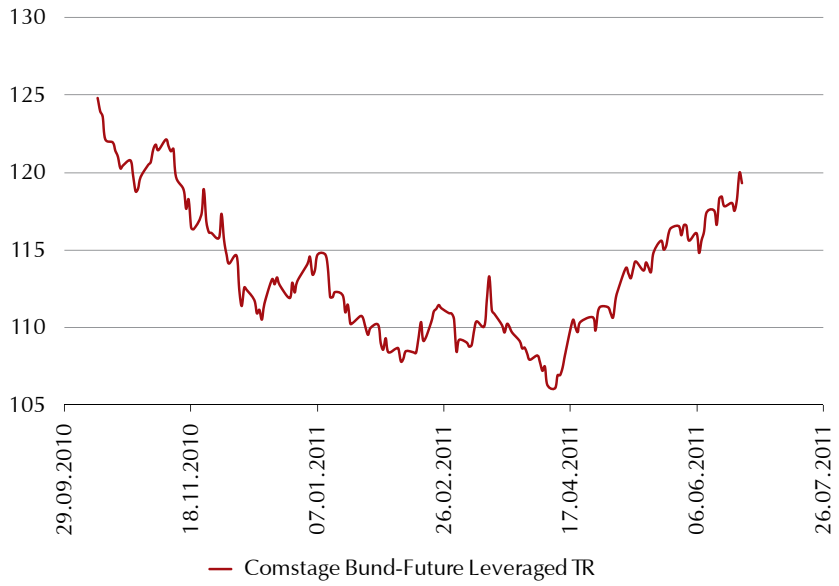
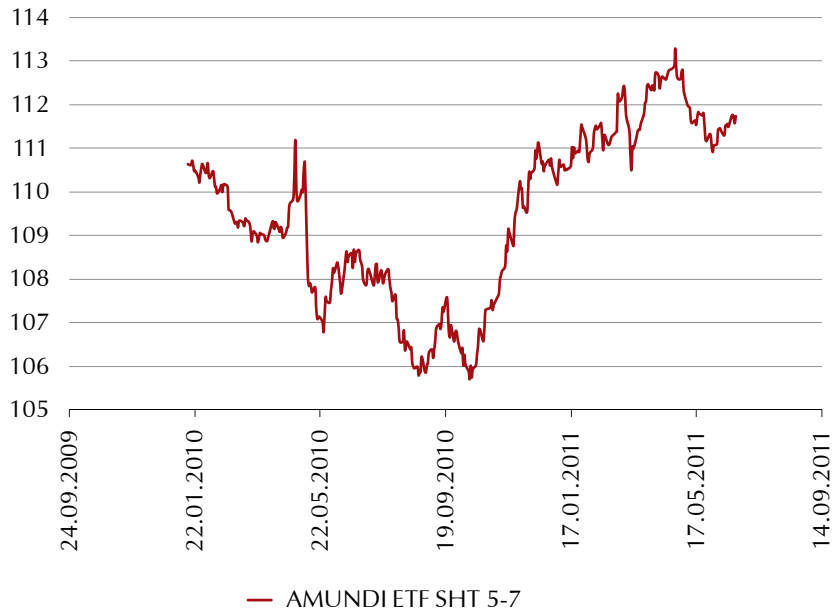


Рисунок 5. **Изменение стоимости фонда AMUNDI ETF SHT 5–7, евро**



В качестве примера мы предлагаем рассмотреть с точки зрения инвестиционной стратегии и структуры активов несколько ETF, представленных в Таблице 2.

Доходность фонда Comstage ETF Bund-Future Leveraged TR привязана к индексу Commerzbank Bund-Future Strategy Leveraged TR. Индекс отражает доходность инвестиций от удвоенной «длинной» позиции в Euro Bund Future (Reuters: FGBLc1) и процентов от свободного капитала, размещенного под ставку овернайта EONIA (Euro Overnight Index Average). Euro Bund Future — это синтетический десятилетний долг Германии, он является наиболее ликвидным европейским облигационным фьючерсным контрактом и часто используется как бенчмарк для эффективной процентной ставки по десятилетним облигациям. Таким образом, индекс растет в случае падения ставок по десятилетним облигациям и падает в случае роста ставок, при этом рост и падение индекса происходит с плечом 1:2.

Алгоритм расчета данного индекса:

Strategyt =(1+ r_t) * $Strategy_{t-1}$, где:

r_t = 2*($FGBL_t$/$FGBL_{t-1}$-1) + ($EONIA_{t-1}$ *d/360));

$FGBL_t$ — цена фьючерсного контракта Euro Bund Future в момент времени t;

$FGBL_{t-1}$ — цена фьючерсного контракта Euro Bund Future в момент времени t-1;

$EONIA_{t-1}$ — ставка овернайта в момент времени t-1;

d — количество дней от предыдущей даты расчета.

Данный фонд создан путем синтетической репликации, валютой фонда является евро, расчетным агентом и инвестиционным менеджером выступает Commerzbank AG (более подробно расчет индекса описан на сайте www.cb-index.de). Так как доходность фонда получается за счет свопа, интересно посмотреть, какие активы кроме производных финансовых инструментов лежат в портфеле фонда.

Таким образом, в случае дефолта контрагента по свопу держатель данного ETF получит вместо портфеля об-

лигаций Германии портфель акций и дефолтный своп.

Следующим интересным инструментом является фонд AMUNDI ETF SHT 5–7, позволяющий занимать короткую позицию по европейским государственным облигациям с дюрацией в пять-семь лет. Доходность фонда привязана к индексу Short EuroMTS Government Broad Index. Данный облигационный индекс рассчитывается и публикуется провайдером EuroMTS Limited (http://www.euromtsindex.com). Позиция в индексе реализуется через короткую позицию в индексе EuroMTS Government Broad Index и инструменты денежного рынка. EuroMTS Government Broad Index состоит из государственных облигаций стран еврозоны с дюрацией от пяти до семи лет.

Данный фонд также создам путем синтетической репликации, валютой фонда является евро, менеджером фонда выступает Amundi Investment Solutions, депозитарием — CACEIS Bank, маркет-мейкером — Societe Generale Corporate and Investment Banking. Согласно проспекту, фонд покупает в активы корзины международных облигаций, акций и производных инструментов, при этом не более 10% от чистых активов могут составлять акции, фонд не может иметь позицию в номинале в деривативах, превышающую чистые активы фонда, то есть не имеет права использовать «плечо».

Еще одним интересным с инвестиционной точки зрения фондом является EASYETF ITRAXX EUROPE HIVOL, доходность которого связана с оценкой кредитного риска эмитентов на рынке CDS. В 2009 году, например, различие в оценке годового кредитного риска ВТБ на облигациях и CDS доходила до 10%.

Доходность фонда привязывается к индексу ITRAXX® EUROPE HiVol TOTAL RETURN INDEX, публикуемому компанией Markit (www.markit.com), номинированному в евро и рассчитываемому в соответствии с оценкой кредитного качества входящих в индекс эмитентов и доходности инструментов денежного рынка (EONIA).

Для целей реплицирования доходности индекса менеджер фонда может использовать:

Таблица 3
Состав портфеля фонда ComStage ETF Commerzbank Bund-Future Leveraged TR

Валюта	Ценная бумага	Рыночная стоимость	Доля в чистых активах
EUR	Allianz SE	1 410 252	3.49%
EUR	Assicurazioni Generali SpA	1 292 868	3.20%
EUR	Axa SA	1 275 054	3.15%
EUR	BASF SE	1 621 273	4.01%
EUR	Bayer AG	1 439 404	3.56%
EUR	Bayerische Motoren Werke AG	1 673 223	4.14%
EUR	BNP Paribas	1 285 994	3.18%
EUR	Bouygues SA	1 412 414	3.49%
EUR	Carrefour SA	1 128 277	2.79%
EUR	Daimler AG	1 710 514	4.23%
EUR	Danone SA	1 528 761	3.78%
EUR	Deutsche Bank AG	2 417 163	5.98%
EUR	Deutsche Boerse AG	1 414 606	3.50%
EUR	Deutsche Post AG	1 335 570	3.30%
EUR	Deutsche Telekom AG	1 545 283	3.82%
EUR	E.On AG	1 452 680	3.59%
EUR	France Télécom SA	1 324 452	3.28%
EUR	Henkel AG & Co. KGaA	1 582 469	3.91%
EUR	Linde AG	1 559 269	3.86%
EUR	L'Oréal SA	1 379 377	3.41%
EUR	Merck KGaA	1 385 946	3.43%
EUR	Metro AG	1 546 410	3.83%
EUR	Muenchener Rueckversicherungs AG	1 475 304	3.65%
EUR	Nokia Oyj AB	1 413 889	3.50%
EUR	RWE AG	1 402 907	3.47%
EUR	Sanofi-Aventis SA	1 352 289	3.35%
EUR	SAP AG	2 059 762	5.10%

Рисунок 6. **Состав индекса EuroMTS Government Broad Index в разрезе эмитентов облигаций на 31 марта 2011 г.**

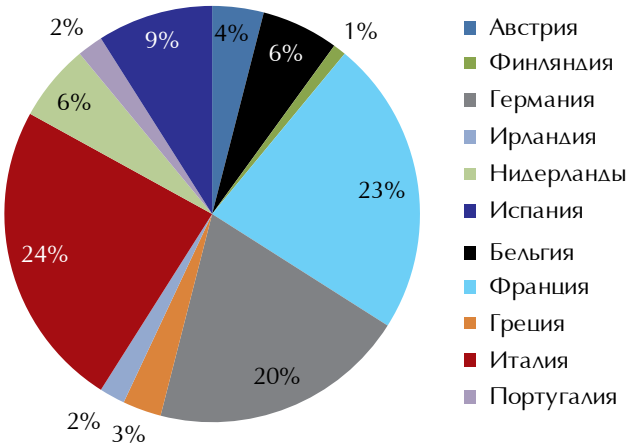
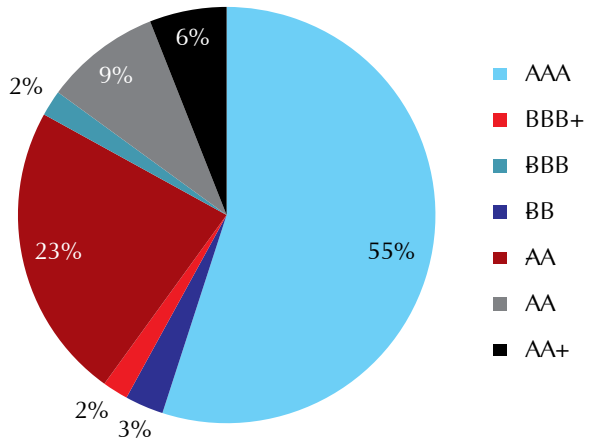


Рисунок 7. **Состав индекса EuroMTS Government Broad Index в разрезе кредитного рейтинга эмитентов облигаций на 31 марта 2011 г.**



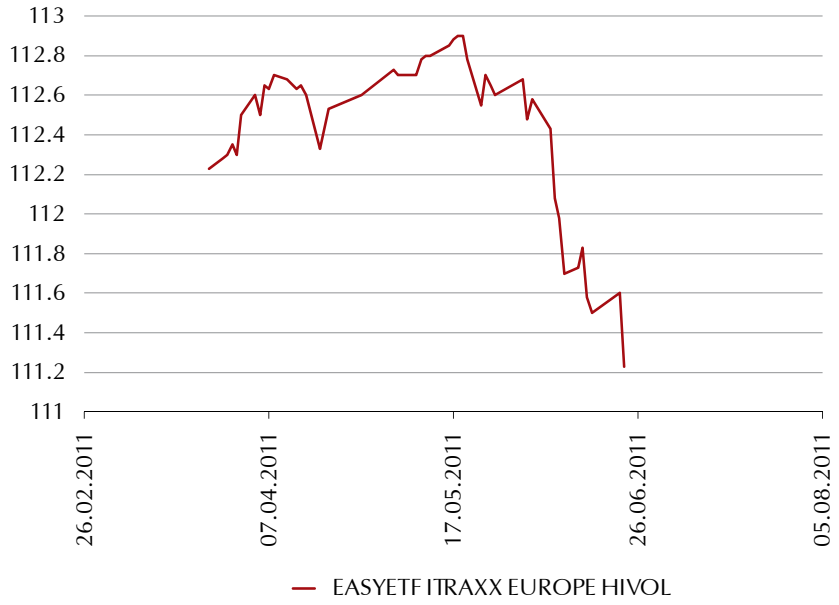


Рисунок 8
Изменение стоимости фонда EASYETF ITRAXX EUROPE HIVOL, евро

1. Прямое реплицирование Benchmark Total Return Index, используя деривативы (Total Return Swaps).

2. Комбинацию деривативов на Benchmark Spread Index (Credit default swaps) и инструменты денежного рынка.

iTraxx® Europe HiVol состоит из 30 эмитентов с наиболее широкими и ликвидными пятилетними CDS, находящимися в индексе iTraxx® Europe non-Financials index (www.indexco.com) и имеющими инвестиционный рейтинг от Fitch, Moody's или S&P не ниже BBB-/Baa3 с негативным прогнозом.

Таким образом, данный фонд ETF продает CDS на iTraxx (protection seller) и инвестирует оставшиеся средства в инструменты денежного рынка. Фонд получает купон по проданным контрактам ежеквартально и при этом имеет длинную позицию по кредитному риску.

Алгоритм расчета данного индекса:

$Index_t = (1 + R_t) * Index_{t-1}$, где:

$R_t = R_t^{cash} + R_t^{CDS}$;

$Rtcash = (1 + CDS_{t-1}(S_{t-1})) * t_{O/N} * f_t$;

$R_t^{CDS} = CDS_{t-1}(St-1) — CDS_t(S_t) + Coupon_t$;

S_{t-1} — рыночный спред индекса iTraxx, публикуемый Markit Group на закрытие торгового дня t-1;

$t_{O/N}$ — ставка овернайта (Euro Overnight Index Average) в момент времени t-1;

$CDS_{t-1}(S_{t-1})$ — стоимость покупки CDS контракта на спред индекса iTraxx (protection buy);

f_t — количество дней в интервале от t-1 до t;

$Coupon_t$ — купон выплачиваемый индексом iTraxx в день t.

Менеджером фонда является BNP Paribas Asset Management, депозитарием — BNP Paribas Securities Services.

Современная инфраструктура публично торгуемых фондов достаточно хорошо развита. К сожалению, законодательная база для листинга подобных инструментов на российских биржах еще не до конца проработана, но интерес участников рынка к ETF стимулирует ее развитие. В начале апреля ФСФР России опубликовало на своем сайте проект «Положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг». Этот документ должен быть интересен российскому инвестиционному сообществу, потому что он отражает направление, по которому регулятор собирается развивать отношения с иностранными эмитентами, желающими выйти на российские биржи. Нововведения должны ускорить появление на российском рынке многих недоступных до сих пор инструментов, таких как ETF. Однако институциональные инвесторы уже сейчас имеют доступ к ценным бумагам, торгуемым на иностранных биржах. Более простой путь — совершить покупку на внебиржевом рынке. Мы надеемся на дальнейшее расширение инвестиционных горизонтов у российских институциональных игроков.

Таблица 4
Состав индекса iTraxx® Europe HiVol на 23 июня 2009 г.

ACCOR	3.34
Aktiebolaget Volvo	3.34
ALSTOM	3.34
Anglo American plc	3.34
ArcelorMittal	3.34
Bayerische Motoren Werke Aktiengesellschaft	3.34
Bertelsmann AG	3.34
COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN	3.34
Compagnie Financiere Michelin	3.34
Daimler AG	3.34
ENEL S.P.A.	3.33
European Aeronautic Defence and Space Company	3.33
N.V.	3.33
GAS NATURAL SDG, S.A.	3.33
Glencore International AG	3.33
Holcim Ltd	3.33
LANXESS Aktiengesellschaft	3.33
MARKS AND SPENCER p.l.c.	3.33
METRO AG	3.33
NATIONAL GRID PLC	3.33
NEXT PLC	3.33
PPR	3.33
REPSOL YPF S.A.	3.33
SABMILLER PLC	3.33
TELECOM ITALIA SPA	3.33
TELENOR ASA	3.33
ThyssenKrupp AG	3.33
UNION FENOSA S.A.	3.33
VOLKSWAGEN AKTIENGESELLSCHAFT	3.33
WPP 2005 LIMITED	3.33
XSTRATA PLC	3.33