

## «ПАУКИ» НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

**Б.И. АЛЕХИН,**

доктор экономических наук, профессор,  
заведующий кафедрой «Фондовые рынки»  
Академии бюджета и казначейства  
Министерства финансов Российской Федерации

### Введение

В июне 2008 г. State Street Global Advisors, инвестиционно-управленческое подразделение State Street Corporation, и Knowledge@Wharton, деловой Интернет-журнал Школы Вартон Университета Пенсильвании, опубликовали результаты совместного опроса 840 инвестиционных профессионалов на тему «Влияние продуктов биржевой торговли на бизнес финансовых консультантов»<sup>1</sup>. 67 % респондентов считают ETFs самым новаторским инвестиционным инструментом за последние 20 лет, а 60 % отметили, что ETFs коренным образом изменили их подход к конструированию инвестиционных портфелей. Хотя 76 % респондентов назвали себя редкими и умеренными пользователями ETFs, указав, что менее 50 % их портфелей содержат ETFs, только 4 % вообще не используют этот инструмент. Следующие пять характеристик ETFs являются для респондентов наиболее привлекательными: низкие затраты, ликвидность, доступ к рынку в течение рабочего дня, налоговая эффективность и чистота инвестиционного стиля. Основными недостатками ETFs 69 % респондентов считают неизвестные/непротестированные индексы и портфельную методологию, а также широчайший ассортимент ETFs, затрудняющий выбор нужных фондов.

### 1. Мировая премьера

После нескольких неудачных стартов в США первый успешный IPU дебютировал в марте 1990 г. на TSX. Это был пай участия в TSE 35 – индексе

<sup>1</sup> ETFs Changing the Way Advisors Do Business, According to State Street and Wharton Study. [http://www.businesswire.com/portal/site/google/?ndmViewId=news\\_view&newsId=20080610006204&newsLang=en](http://www.businesswire.com/portal/site/google/?ndmViewId=news_view&newsId=20080610006204&newsLang=en).

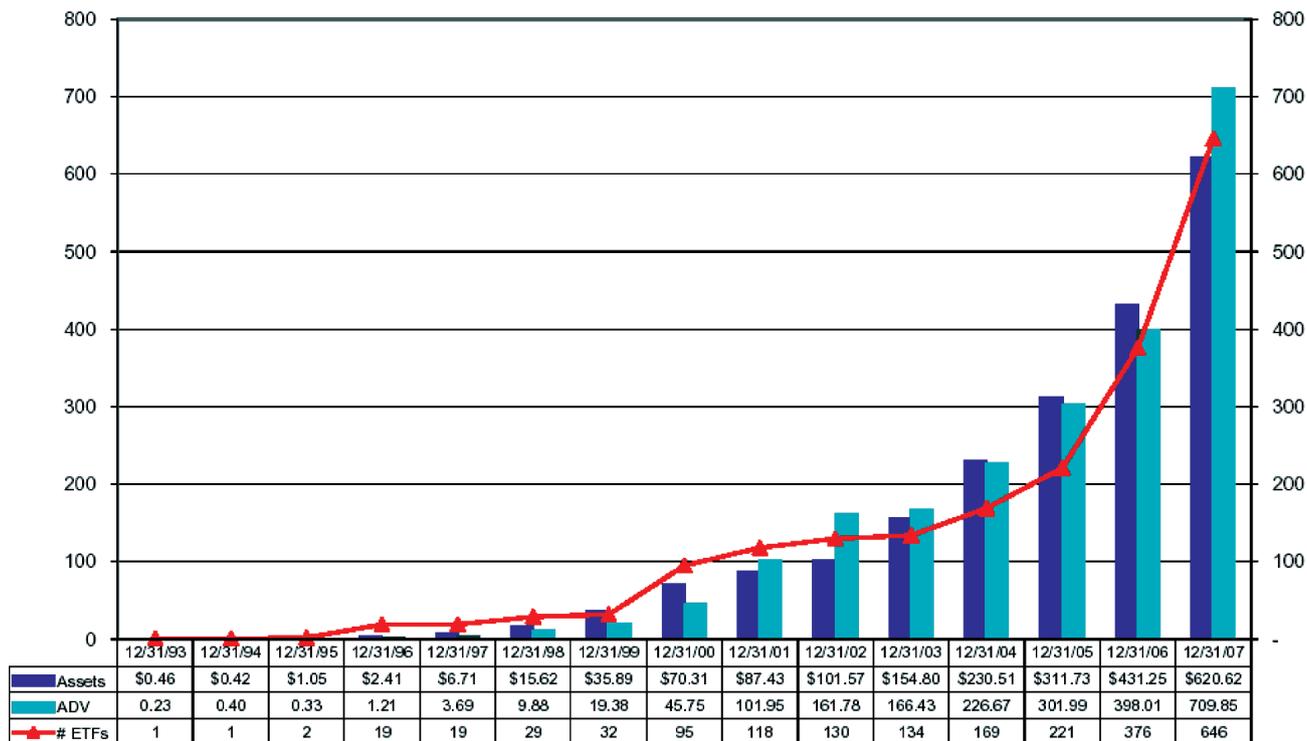
цен акций 35 крупнейших канадских компаний. Пай стал основой TIPS 35 – первого в мире ETF. За первенцем последовал TIPS 100, привязанный к TSE 100 – индексу цен акций 100 крупнейших канадских компаний. Эти фонды послужили прототипом для последующих ETFs, включая крайне успешные SPDRs («пауки») на базе S&P 500.

Очередной канадский IPU – теперь уже на базе S&P/TSE 60 Index – дебютировал на TSX в сентябре 1999 г. под именем i60. S&P/TSE 60, запущенный TSX в декабре 1998 г., включает взвешенные по капитализации цены акций 60 крупнейших канадских компаний, включая пять банков. А в апреле 1999 г. на TSX появились паи участия в S&P/TSE Canadian Mid-cap и S&P Canadian Small-cap<sup>2</sup>.

В 2000-х гг. ассортимент канадских ETFs значительно расширился. Только за 2006 г. в результате слаженных усилий заинтересованных сторон число ETFs с листингом TSX выросло с 22 до 33. По данным WFSE, в 2007 г. Канада занимала пятое место в мире по объему торговли ETFs (табл. 1).

К американским разработчикам IPU успех пришел в 1993 г. (через 3 года после запуска TIPS 35), когда на AMEX были запущены ныне очень популярные «пауки» State Street Global Advisors. США быстро догнали и намного опередили Канаду в этой области (рис. 1). К 2008 г. только на AMEX числилось 500 ETFs (380 списочных и 120

<sup>2</sup> С недавних пор Standard & Poor's рассчитывает все индексы TSX, что позволяет отделить индексинг от листинга. TSE 100 был заменен на разработанный для институциональных инвесторов S&P/TSE 60 (он включает акции, представляющие реальный интерес для институтов). Упор при этом делался на ликвидность рынка акций. Переход на более представительный с точки зрения институтов S&P/TSE 60 должен был также повысить активность на срочном рынке, а с ней и ликвидность этого рынка.



Источник: ETFs. American Stock Exchange Reference Guide. December 31.2007. P. 10.

Рис. 1. ETFs в США: количество ETFs – кривая линия, активы – черные столбцы (млрд долл. США), средневзвешенный торговый объем – серые столбцы (млн долл. США)

внесписочных)<sup>3</sup>. А мировым лидером по объему торговли и числу сделок с акциями ETFs является NYSE (см. табл. 1).

Кроме «пауков» хорошо известны и два других продукта State Street Global Advisors – qubes («кубы»), привязанные к NASDAQ-100, и diamonds («бриллианты»), привязанные к DJIA. Успешным конкурентом этих фондов являются iShares ETFs Barclays Global Investors<sup>4</sup>. Доля iShares в активах ETFs США выросла с 11 % в 2000 г. до 53 % в 2007 г.<sup>5</sup>. iShares образуют крупнейшее в мире семейство ETFs. Barclays Global Investors и State Street Global Advisors вместе держат 70 % рынка.

В Европе ETFs появились в 1999 г. Здесь главным центром торговли ETFs является Deutsche Börse, за которой с небольшим отставанием идет Euronext. Значительную часть торговли акциями ETFs на Euronext дают американские «пауки», «приползшие» сюда в 2002 г. А современная география ETFs – это

весь мир: от Норвегии на севере до Австралии на юге, от Франции на западе до Японии на востоке с «заходом» на многие возникающие, незрелые рынки.

Таблица 1

Первые 10 биржевых площадок EFTs: объем торговли в 2007 г., млн долл. США

NYSE Group	2 710 003,2
American SE	270 806,8
Deutsche Börse	173 518,3
Euronext	119 741,4
TSX Group	73 693,0
Borsa Italiana	49 969,8
Mexican Exchange	23 386,9
Tel Aviv SE	22 834,5
Tokyo SE Group	22 390,8
Hong Kong Exchanges	20 582,0

Источник: WFSE. Statistics, <http://www.world-exchanges.org/WFE/home.asp?menu=436&document=4833>.

<sup>3</sup> ETFs. American Stock Exchange Reference Guide. December 31. 2007. P. 10.

<sup>4</sup> Barclays Global Investors – автор первой в мире индексной инвестиционной стратегии и крупнейший в мире менеджер активов.

<sup>5</sup> Barclays Global Investors. The Time Has Come for Investing to Favor the Investor. An Introduction to iShares ETFs. 2008. P. 5.

## 2. Место в системе коллективных инвестиций

Главный закон, регулирующий коллективные инвестиции в США, – это Закон 1940 г. об инвестиционных компаниях. Он предлагает следующую типологию инвестиционных компаний:

- компания, эмитирующая, планирующая эмитировать или имеющая в обращении сертификаты фиксированного достоинства (face-amount certificate company);
- паевой инвестиционный траст (unit investment trust – UIT). Он создается по договору о трасте, агентскому договору, договору о попечительстве и другим подобным соглашениям и эмитирует только погашаемые паи. Каждый пай представляет неделимый интерес в пуле ценных бумаг, но исключает голосующий траст;
- управляющая компания (management company) – это любая инвестиционная компания кроме первых двух. Управляющая компания может быть открытой или закрытой. Открытая компания эмитирует или имеет в обращении погашаемые ценные бумаги. Закрытая компания – это любая компания кроме открытой.

Правильно сравнивать ETF с UIT и управляющими компаниями. Вот основные характеристики UIT:

- «IPO» UIT представляет собой одноразовое предложение фиксированного числа паев. Правда, некоторые спонсоры UIT организуют вторичный рынок паев; держатели паев могут продать паи спонсорам, а те – перепродать их другим инвесторам.
- UIT эмитирует погашаемые паи и выкупает их для погашения по требованию держателя по цене, примерно равной чистой текущей стоимости активов (ЧСА) в расчете на один пай.
- При создании UIT определяется и дата его официальной «кончины». Это день, когда UIT прекращает свое существование и распускается. Оставшиеся активы продаются, и выручка распределяется между держателями паев.
- В самом начале своей «жизни» UIT формирует портфель ценных бумаг, который затем не меняется или меняется редко. Иначе говоря, UIT – пассивно управляемый фонд.
- У UIT нет совета директоров, корпоративных чиновников и инвестиционных советников.
- Нет гарантии того, что успех UIT в данном году не сменится провалом в следующем. Стоимость паев меняется в зависимости от соотношения спроса и предложения.
- UIT не реинвестирует доход на ценные бумаги в своем портфеле, а депонирует его на беспроцентных счетах пайщиков с последующей периодической выплатой. В результате образуется груз дивидендных выплат (dividend cash

drag), который может отрицательно сказаться на общей доходности инвестиций.

«Пауки» и некоторые другие ETFs структурированы как UIT. Только SEC своим исключительным приказом запретила погашать мелкие партии IPU. За один раз можно погасить не менее 50 тыс. штук.

Перейдем теперь к управляющим компаниям и начнем с открытой компании, именуемой также взаимным фондом:

- Взаимный фонд эмитирует погашаемые акции, а не паи. Инвесторы покупают акции у самого фонда и/или его агентов по ЧСА плюс сборы с акционеров, учитывающие расходы и маркетинговую политику фонда. Вторичная торговля отсутствует.
- Акции выставляются на продажу постоянно, а не в формате IPO, хотя отдельные фонды, становясь очень крупными, прекращают продажу.
- Акции погашаются по требованию держателя путем выкупа их фондом и/или его агентами по ЧСА минус сборы с акционеров, учитывающие расходы и маркетинговую политику фонда.
- Портфелем фонда управляет независимая организация, именуемая инвестиционным советником и зарегистрированная в этом качестве SEC.
- Взаимные фонды чрезвычайно разнообразны по составу портфеля. Очень популярны индексные фонды, фонды акций, фонды облигаций и фонды денежного рынка. Фонды данной портфельной ориентации имеют разные инвестиционные цели и стратегии, подвержены разным рискам и различаются по другим параметрам. Многие фонды в отличие от UIT управляются активно, т. е. оборот ценных бумаг в их портфелях значителен.
- Все фонды ежегодно взимают с акционеров плату за управление. Некоторые возмещают за счет акционеров свои дистрибьюторские и сервисные расходы в виде отдельного сбора. Брокеры фондов получают комиссионные в виде надбавки к цене продажи акций инвесторам и скидки с цены выкупа акций у инвесторов.
- Как и в случае UIT, нет гарантии того, что успех фонда в данном году не сменится провалом в следующем.

В Северной Америке фонды (деньги) традиционно и тщательно отделялись от бирж (торговли). Акции взаимного фонда рассматриваются регуляторами как инструмент сбережений, а не как предмет биржевых спекуляций. Обналичить акции

можно, лишь вернув их фонду для погашения. Более того, раз акционеры фонда являются совладельцами одного и того же портфеля, в любой день сделки с акциями фонда должны совершаться по одной и той же цене в одно и то же время.

Правило 22с-1(а) Закона США об инвестиционных компаниях требует, чтобы акции продавались и погашались по ЧСА, рассчитанной после получения от инвестора заявки на покупку или погашение. Фонд собирает заявки, ждет публикации цен закрытия рынка, переоценивает по ним ЧСА и исполняет заявки по обновленной ЧСА<sup>6</sup>. Поэтому никто не может получить информационное преимущество и нагреть на нем руки (продать акции до плохих событий или прикупить до хороших).

Обращение акций на бирже превратило бы правило 22с-1(а) в филькину грамоту, а акции — в предмет спекуляций. Сделки с акциями до и после расчета ЧСА приносили бы разные финансовые результаты разным акционерам одного и того же фонда. В защиту равноправия акционеров выступает регулятор. Вот грозное предупреждение FINRA (ранее NASD): «Цель правила 22с-1(а) — в любой день уравнивать всех покупателей акций взаимных фондов по отношению к цене и информации. Желающие совершать сделки с акциями взаимного фонда после закрытия рынка... могут извлечь из дальнейших новостей информационное превосходство, которое не учтено в ЧСА, но может сказаться на владениях фонда. Фирмы-члены (FINRA. — Б. А. )..., совершающие или облегчающие покупку и погашение акций по ЧСА после закрытия рынка (поздняя торговля), нарушают правило NASD 2110, которое требует соблюдения принципов справедливой и равноправной торговли. Поздняя торговля может противоречить федеральным законам о ценных бумагах и правилу NASD 2120»<sup>7</sup>.

Перейдем теперь к закрытой управляющей компании, именуемой также закрытым фондом.

- В отличие от взаимного фонда этот фонд не выставляет свои акции на продажу постоянно. Он размещает в формате IPO фиксированное число акций, которые затем обращаются на

вторичном рынке по цене, которая может быть выше и ниже ЧСА.

- Закрытый фонд обычно не выкупает свои акции по требованию держателей (акции — непогашаемые). Исключения составляют сравнительно немногочисленные интервальные фонды, выкупающие акции для погашения через заранее известные промежутки времени.
- Портфелем фонда управляет независимая организация, именуемая инвестиционным советником и зарегистрированная в этом качестве SEC.
- Закрытым фондам разрешено держать большую долю денег акционеров в неликвидных активах, чем открытым<sup>8</sup>. Поэтому фонды, планирующие работать на неликвидных рынках, организуются как закрытые фонды.
- Подобно открытым фондам закрытые фонды разнообразны по составу портфелей, инвестиционным целям и стратегиям, уязвимости от рисков, способам отъема денег у акционеров и другим характеристикам.

Как на фоне традиционных фондов смотрятся ETFs? С точки зрения Закона об инвестиционных компаниях, ETF — это либо UIT, либо взаимный фонд. Иной легальной формы для ETF в США нет. Но ETF имеет следующие отличия от традиционных фондов:

- ETF не продает индивидуальные акции прямо инвесторам, а эмитирует их крупными партиями (например, 50 тыс. штук), известными как паи создания (creation units).
- Как правило, инвесторы покупают паи создания не за деньги, а за корзину ценных бумаг, копирующую портфель ETF. И инвесторы эти — не столько физические лица, сколько институты, например, брокеры-дилеры. Оплатив пай создания такой корзиной, институт дробит его и распродает в виде акций на вторичном рынке. Так индивидуальные акции ETF попадают в руки прочих инвесторов.
- Избавиться от акций ETF можно двумя способами. Первый — продать их на вторичном рынке, второй — вернуть паи создания самому фонду. Фонд также погашает паи, но не за деньги, а за ценные бумаги из своего портфеля. Например, ETF, являющийся мини-копией DJIA, выдаст погашающему акционеру акции, чьи цены образуют эту знаменитую среднюю.

<sup>6</sup> Официальная ЧСА публикуется довольно поздно. Например, для SPDRs Eurore время публикации — 21:00 по Гринвичу (а внутрисуточная ЧСА обновляется каждые 15 с в течение нормальной торговой сессии).

<sup>7</sup> FINRA, Industry Professionals, 03-50 NASD Reminds Member Firms of their Obligations Regarding Mutual Fund Transactions and Directs Review of Policies and Procedures. [http://finra.complinet.com/en/display/display.html?rbid=1189&record\\_id=1159001621&element\\_id=1159001547&highlight=trading+in+mutual+fund+shares#r1159001621](http://finra.complinet.com/en/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159001621&element_id=1159001547&highlight=trading+in+mutual+fund+shares#r1159001621).

<sup>8</sup> Неликвидной считается бумага, которую нельзя продать за семь дней по цене, примерно равной той, что была использована для расчета ЧСА.

Из-за ограниченной погашаемости ETF не считается и не может называть себя взаимным фондом.

- Портфелем фонда управляет независимая организация, именуемая инвестиционным советником и зарегистрированная в этом качестве SEC.
- Подобно другим фондам ETF несет операционные издержки и может ежегодно возмещать их за счет акционеров.
- Издержки торговли акциями ETF те же, что и издержки торговли акциями закрытого фонда и обычной, неинвестиционной компании. Это bid-ask спрэд, комиссия брокеров, биржевой сбор. Важно, что инвесторам не надо платить пошлину при покупке акций ETF. Ее платит управляющий фондом при покупке базовых ценных бумаг.
- Стандартный ETF стремится принести своим акционерам тот доход, который приносит конкретный индекс, и этим уподобляется традиционным индексным фондам. ETF размещается либо во всех бумагах-участниках избранного индекса, либо в представительной выборке из бумаг-участниц. Например, «пауки» размещаются во всех акциях, образующих S&P 500.
- Наконец, если ETF является управляющей компанией, то он реинвестирует доход на ценные бумаги в своем портфеле в эти же бумаги. Дивиденды на акции ETF тоже можно реинвестировать, только заниматься этим будет не сам фонд, а брокеры акционеров фонда через свои планы реинвестирования дивидендов. Акционеры, не желающие реинвестировать дивиденды, будут получать их от платежного агента фонда не реже одного раза в год. Если ETF является UIT, то он обязан распределять дивиденды между пайщиками.

Реализм ETF заключается в том, что нет чистых инвесторов и чистых спекулянтов. Еще Джон Уильямс писал: «Обычный покупатель – это гибрид, сочетающий в себе инвестора и спекулянта. Чистый инвестор должен держать ценные бумаги долго, а чистый спекулянт должен продать их быстро, если каждый желает получить свое»<sup>9</sup>. Вот и ETF сочетает в себе «лучшее из двух миров» – индексинг взаимного фонда, импонирующий обычному покупателю, когда тот – инвестор типа «купил и держу», и свободу биржевой торговли, импонирующую

обычному покупателю, когда тот – спекулянт или ему срочно нужны деньги.

### 3. Индексинг

ETFs участвуют в развитии отрасли или территории, недоступной тому рынку, на котором обращаются их акции. Например, ETFs позволяют нерезидентам США участвовать в американских взаимных фондах. Взаимные фонды открыты только для американцев, тогда как акции ETFs, владеющих акциями этих фондов, может купить любой. Разработчики ETFs «цепляют» стоимость IPU к индексу цен акций компаний избранной отрасли или территории. Недаром SEC определяет ETFs как «тип инвестиционной компании, инвестиционная цель которой – сравняться по доходности с конкретным индексом». На AMEX (мировой лидер по числу списочных ETFs) ETFs называют «индексными фондами или трастами, которые прошли биржевой листинг и могут торговаться в течение дня»<sup>10</sup>.

Поэтому необходимым условием быстрого размножения и процветания ETFs является разветвленная в отраслевом и территориальном плане система индексов. Выбирает индекс инвестиционный советник, а рассчитывает провайдер индекса. Так, State Street Global Advisors выбрала для своих «пауков» S&P 500, рассчитываемый Standard and Poor's. «Как бы ни инвестировал ваш инвестиционный советник – широко или узко, в одной стране или нескольких, в акции или облигации, – вас вложат в тщательно сконструированный сегмент рынка»<sup>11</sup>, – говорится в листовке Barclays Global Investors. Во всем семействе iShares EFTs задействовано более 150 различных индексов!

Котируются акции ETF не в деньгах, а в определенной пропорции к индексу. Отклонение их рыночной стоимости от этой пропорции именуется ошибкой трекинга (tracking error) или активным риском (active risk). Ошибка трекинга – результат округления из-за коррекции индекса, учета дивидендов и управленческих расходов, а также предстоящих слияний и поглощений. Чем она меньше, тем выше инвестиционная привлекательность ETF. Вернемся в Канаду. i60s торгуются примерно по 1/10 значения S&P/TSE 60. Слово «примерно» указывает на активный риск. Если S&P/TSE 60 ра-

<sup>9</sup> Williams, John Burr. The Theory of Investment Value, Harvard University Press 1938. Reprint of Economic Classics Augustus M. Kelley – Publisher, New York, 1965. P. 4.

<sup>10</sup> American Stock Exchange. What are exchange traded funds? [http://www.amex.com/?href=/equities/listCmp/EqLCDetQuote.jsp?Product\\_Symbol=RSX](http://www.amex.com/?href=/equities/listCmp/EqLCDetQuote.jsp?Product_Symbol=RSX).

<sup>11</sup> Barclays Global Investors. The Time Has Come for Investing to Favor the Investor. An Introduction to iShares ETFs. 2008. P. 7.

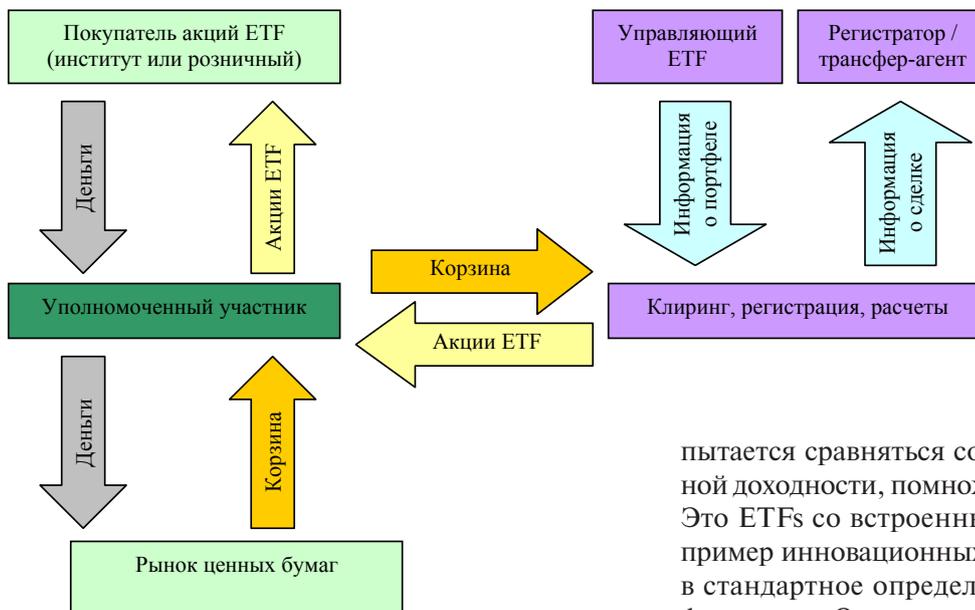


Рис. 2. Создание и воссоздание фонда

вен 404,19 кан. долл., то i60s – 40,42 кан. долл. i60s учитывают дивиденды на акции-участницы индекса по мере их объявления, но держатели получают дивиденды ежеквартально. Доля управленческих расходов составляет 17 базисных пунктов. Так что у i60s есть маленькая ошибка трекинга. В нашем примере она равна – 0,001 кан. долл. (40,419 кан. долл. – 40,42 кан. долл.) У TIPS ошибки практически не было, так как управленческие расходы возмещались через кредитование акциями и флотацию дивидендов. Но и 17 базисных пунктов из кармана владельцев i60s – это очень конкурентный уровень управленческих расходов.

Иногда ETF привязывается к приватному индексу. Это объясняется желанием инвестиционного советника управлять фондом активно на основе фундаментального анализа ценных бумаг. Так, Invesco вместо публичных индексов, взвешанных по рыночной стоимости бумаг-участниц, использует собственный индекс, отражающий фундаментальные характеристики компаний. С этой точки зрения i60 совсем непохож на TIPS. TIPS 100 – пассивно управляемый индекс. Акции включаются в него по правилам, которые не подлежат интерпретации. А S&P/TSE 60, к которому привязаны i60 ETFs, – активно управляемый индекс (хотя приватным назвать его нельзя). Комитет по отбору компаний для включения в индекс руководствуется критериями фундаментальной оценки, такими как размер (активы и капитализация), ликвидность и положение в отрасли.

Активно управляемые ETFs не вписываются в приведенные выше определения EFT. Еще дальше отходят от них ETFs, запущенные ProShares в 2006 – 2007 гг. Эти фонды хотя и привязаны к публичным индексам, не ограничиваются достижением индексной доходности. Каждый

пытается сравниться со своим эталоном по дневной доходности, помноженной на 2, на – 1 или – 2. Это ETFs со встроенным левереджем. Еще один пример инновационных ETFs, не вписывающихся в стандартное определение, – фонды нефтяных фьючерсов. Они следуют за West Texas Intermediate light sweet crude. Rydex пошел другим путем и вместе с Standard and Poor's создал новые равновесные эталоны для своих ETFs. Эти индексы перебалансируются ежеквартально.

#### 4. Создание и обращение на бирже

После выбора индекса следующий шаг к созданию ETF – сбор нужной суммы денег профессиональным инвестором, именуемым уполномоченным участником. Затем уполномоченный участник покупает корзину ценных бумаг, реплицирующую или аппроксимирующую индекс, и поставяет ее фонду в обмен на пай создания. Эта сделка образует первичный рынок ETF. К корзине прилагается немного денег для покрытия гонорара за создание, начисленных дивидендов, процентов на дивиденды, чистого прироста капитала и разности, возникающей из-за округления числа акций в корзине.

В системе улаживания сделок (клиринг, регистрация, расчеты) обмен корзины на пай обрабатывается так же, как любая другая сделка с именными ценными бумагами. Менеджер ETF вводит в эту систему информацию о портфеле фонда, а организация, играющая роль регистратора и трансфер-агента, дробит пай на акции ETF и регистрирует их на имя уполномоченного участника. Тот продает акции на биржевом, вторичном рынке, получая деньги для покупки очередной корзины. И так каждый день (рис. 2).

Уполномоченный участник может погасить акции ETF, вернув их фонду через ту же систему улаживания. Но получит он не деньги, а портфель

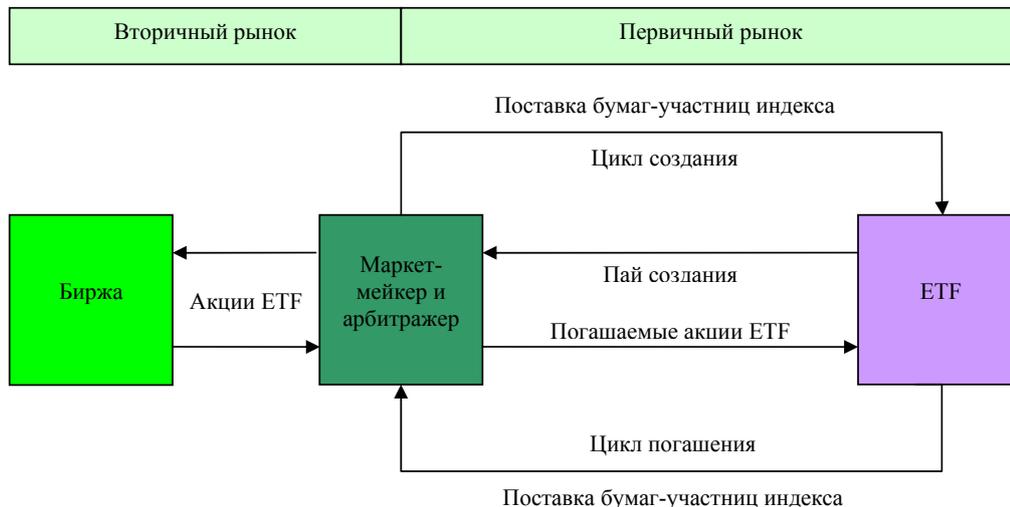


Рис. 3. Первичный и вторичный рынки

бумаг-участниц индекса. Сочетание погашения in-kind (бумаги за бумаги) с ценообразованием на вторичном рынке открывает возможности для арбитража. Уполномоченный участник постарается извлечь прибыль из ценовых расхождений между акциями ETF и бумагами-участницами индекса:

- покупая на бирже акции ETF с дисконтом и погашая их с премией относительно корзины бумаг-участниц;
- или, наоборот, создавая ETF путем поставки уцененной корзины и продавая акции ETF с премией на бирже.

Арбитражные сделки уполномоченного участника нивелируют ценовые расхождения между акциями ETF и бумагами-участницами индекса (рис. 3).

«Простые» трейдеры могут совершать с акциями ETFs все те действия, которые они совершают с обычными акциями. Они могут вводить лимитированные и стоп-заявки, покупать акции ETFs в кредит, ссужать их, продавать «накоротке» и инвестировать в них как угодно мало денег. Например, акции взаимного фонда можно купить или продать только после опубликования ЧСА. Это делает стоп-лоссы куда менее полезными (если брокер вообще не запретит их), чем при торговле в течение рабочего дня. Акции ETF подвергаются непрерывному ценообразованию несколько часов кряду, и поэтому стоп-лоссы работают здесь в полную силу, позволяя трейдерам реагировать на потенциально опасные колебания рынка в течение торговой сессии. Еще одно сходство с обычными акциями — возможность занять короткую позицию. Короткие ETFs сулят инвесторам прибыль от падения базового индекса без продажи каких-либо ценных бумаг. Инвесторы,

полагающие, что индекс упадет, покупают акции привязанного к нему короткого ETF, которые будут дорожать. И наоборот, если индекс пойдет вверх, акции короткого ETF пойдут вниз. В отличие от взаимных фондов многие ETFs являются базовым активом для put- и call-опционов.

Ликвидность акций ETF, поддержи-

ваемая крупнейшими маркет-мейкерами, позволяет торговать ими за наличные на бирже, а после закрытия биржи — на ECNs. Она меняется в зависимости от объема торговли и ликвидности базовых ценных бумаг, но очень ликвидные акции ETFs, например «пауки», «кубы», «бриллианты», торгуются до открытия и после закрытия бирж с весьма узким bid-ask спрэдом. Это качество имеет большое значение для инвесторов, чувствительных к риску ликвидности.

Инвесторы также могут играть на колебаниях цены акций ETF вокруг ЧСА. Акции торгуются с премией к ЧСА, когда спрос низок, и с дисконтом, когда спрос высок. Фактически, ETF служит механизмом арбитража на рынке. Кроме того, ETF — гибкий механизм секьюритизации денег и монетизации активов. Часто инвесторы вкладываются в ETF, сулящий быстрый рост и более высокую доходность, чем другие фонды, и в нужный момент продают его акции.

Еще одно преимущество ETF заключается в том, что подобно закрытому фонду, но в отличие от взаимного фонда он обладает иммунитетом к некоторым проблемам, связанным со спекуляциями. В своих атаках на рынок крупные инвесторы быстро «входят» и «выходят» из взаимных фондов, чтобы использовать сиюминутные колебания цен для получения прибыли за счет долгосрочных инвесторов. В случае ETF (и закрытого фонда) эта операция невозможна, так как торговля акциями фонда не влияет на его базовые активы.

## 5. Затраты акционеров

Первыми пользователями ETFs были пенсионные фонды, хедж-фонды и взаимные фонды. Управляющие благосостоянием и самоуправляемые

Таблица 2

Уровень управленческих расходов у iShares ETFs и фондов-конкурентов, % чистой стоимости активов

Фонды по классификации Morningstar	Средний активно управляемый фонд	Средний индексный фонд	iShares ETFs	
U. S Taxable Bond	1,03	0,36	0,15	iShares Lehman 1-3 Year Treasury
Large Blend	1,25	0,55	0,09	iShares S&P 500
Large Value	1,35	0,63	0,20	iShares Russell 1000 Value
Small Blend	1,52	0,68	0,20	iShares Russell 2000 Value
Diversified Foreign Equity	1,69	0,68	0,34	iShares MSCI/EAFE
Special Equity	1,65	0,56	0,48	iShares DJ Sector Series

Источник: Barclays Global Investors. The Fundamentals of iShares ETFs. 2008. P. 1.

инвесторы последовали их примеру. В наши дни в США более половины акций ETFs принадлежит розничным инвесторам, а в Европе — одна треть. Успех ETFs среди розничных инвесторов частично объясняется привлекательным уровнем издержек. Акционеры ETFs несут тройные издержки. Это налоги, содержание управляющего фондом и торговые издержки.

Начнем с налогов. Во-первых, популярность ETFs выше там, где доход по акциям ETFs не подлежит налогообложению, если акции фигурируют в личных пенсионных планах или на сберегательных счетах. Во-вторых, поскольку ETF «плывет по течению», именуемому индексом, менеджер фонда перебалансирует портфель фонда только тогда, когда необходимо учесть периодические изменения в композиции индекса. Значит, только в эти моменты фонд реализует прирост (убыток) капитала. Например, Standard and Poor's перебалансирует свои индексы раз в квартал. Столь редкая перебалансировка делает ETF экономичным с налоговой точки зрения по сравнению с активно управляемым открытым фондом, который обновляет свой портфель намного чаще, пытаясь «побить» индекс. В-третьих, взаимный фонд обязан распределять реализованный прирост капитала, если он не сбалансирован реализованным убытком, между всеми акционерами. Значит, все акционеры платят налог на чистый прирост. А торговля акциями ETF распадается на индивидуальные сделки, способные повлиять на налогооблагаемый доход инициатора сделки, но не всех акционеров.

Следующий вид издержек — содержание управляющего фондом. Первые ETFs создавались как конкуренты пассивно управляемых взаимных фондов, и последующие ETFs обычно имели ту же цель. Они конкурируют с пассивно управляемыми взаимными фондами по уровню управленческих расходов, так как сами являются индексными, и уж точно выигрывают по этому показателю у активно

управляемых взаимных фондов. Приведенные ниже данные свидетельствуют о явном превосходстве iShares ETFs над фондами-конкурентами в уровне управленческих расходов (табл. 2).

У ETFs все же есть недостаток в плане затрат, являющийся продолжением одного из их достоинств. Это торговые издержки — bid-ask спрэд, брокерская комиссия и биржевой сбор. При частых сделках уровень торговых издержек может быть значительным. Но этот недостаток компенсируется преимуществом ETF в уровне расходов на уплату налогов и содержание управляющего фонда.

## 6. Место в инвестиционном портфеле

ETFs быстро становятся (если уже не стали) «подножным кормом» для институтов и отдельных граждан, ратующих за индексинг. Наличие в портфеле акций ETFs обеспечивает сочетание низкотратного индексинга с прозрачностью и стабильностью дохода. Поэтому неудивительно, что ETFs — один из самых быстрорастущих сегментов рынка ценных бумаг. С ростом популярности ETFs складывалась и культура применения их в портфельном менеджменте. Согласно опросу индивидуальных инвесторов на тему «Как вы используете ETFs в своих портфелях?» следующие стратегии являются наиболее популярными:

- «полный портфель» (portfolio completion strategy) — первое место (54 % ответов респондентов),
- «ядро-сателлит» (core/satellite strategy) — второе место (29 % ответов),
- «твердый доход» (fixed income strategy) — третье место (10 % ответов)<sup>12</sup>.

Цель стратегии «полный портфель» — обеспечить широкую диверсификацию, а проще го-

<sup>12</sup> Опрос был адресован акционерам канадских iUnits ETFs и любым инвесторам, посетившим сайт iUnits.com с 1 апреля по 15 мая 2005 г. Было получено более 2 200 ответов.

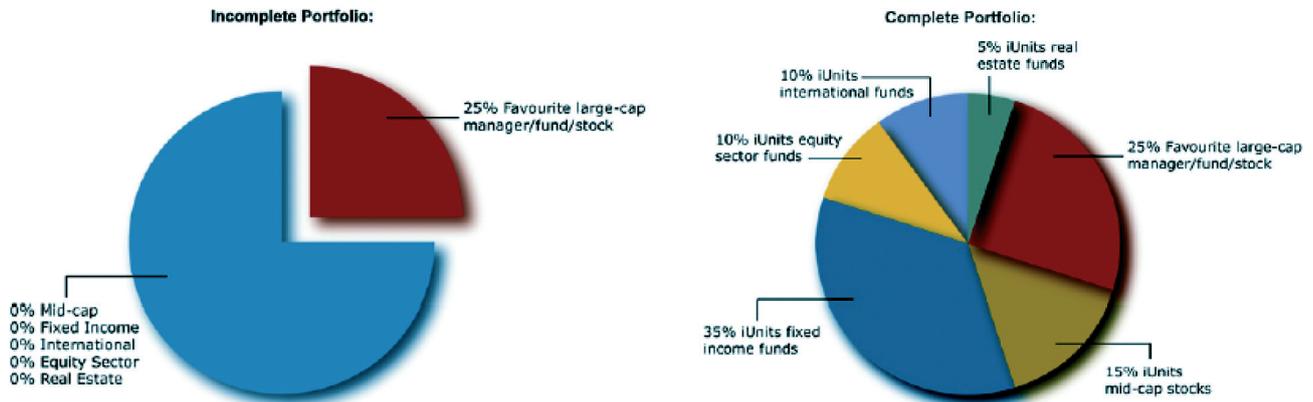


Рис. 4. Стратегия «полный портфель»

вора, «затыкать дыры» в портфеле акциями ETFs. «Дырой» может быть сектор экономики, класс активов или иностранный рынок. Диверсификация достигается одной покупкой акций одного семейства ETF. Ниже приводится иллюстрация этой стратегии (рис. 4). Слева – портфель, на одну четверть заполненный активами-фаворитами и на три четверти – деньгами. Справа – портфель, на одну четверть заполненный активами-фаворитами и на три четверти – акциями канадских iUnits ETFs, «охватывающими» недвижимость (5%), международные рынки (10%), сектора экономики (10%), твердоходные ценные бумаги (35%) и компании средней капитализации (15%).

Для тех, кто интересуется индексингом, привлекательной является стратегия «ядро-сателлит»

(рис. 5). Изначально являясь мощным оружием многих институциональных инвесторов, эта стратегия в последние годы завоевывает все больше поклонников среди розничных инвесторов. Она позволяет смешивать в одном портфеле индексинг с активным управлением. ETFs здесь являются ядром, вокруг которого располагаются сателлиты – взаимные фонды, отдельные ценные бумаги и управляемые счета. Ядро движется «след в след» за индексом, а активно управляемые сателлиты стараются превзойти индекс по доходности. Размер ядра относительно сателлитов зависит от отношения инвестора к активному риску и его уверенности в собственном выборе. Реализуя стратегию «ядро-сателлит», инвестор должен помнить два правила: для ядра «поведение» класса активов важнее, чем для сателлитов, а для сателлитов важнее опыт активного управления и учета риска, исходящего отдельными ценными бумагами.

Стратегия «твердый доход» ориентирует портфель на различные классы активов, отрасли экономики, стили и рынки. Твердоходные ETFs следуют за конкретными индексами облигационного риска в то время, как их акции обращаются на бирже. Например, канадские iUnits ETFs стремятся заработать для своих акционеров проценты и прирост капитала, реплицируя, насколько это возможно, доходность Scotia Capital Universe Bond Index. Этот индекс отражает «поведение» всего облигационного рынка, отдельного его сектора или облигаций, чей срок находится в определенном интервале. На

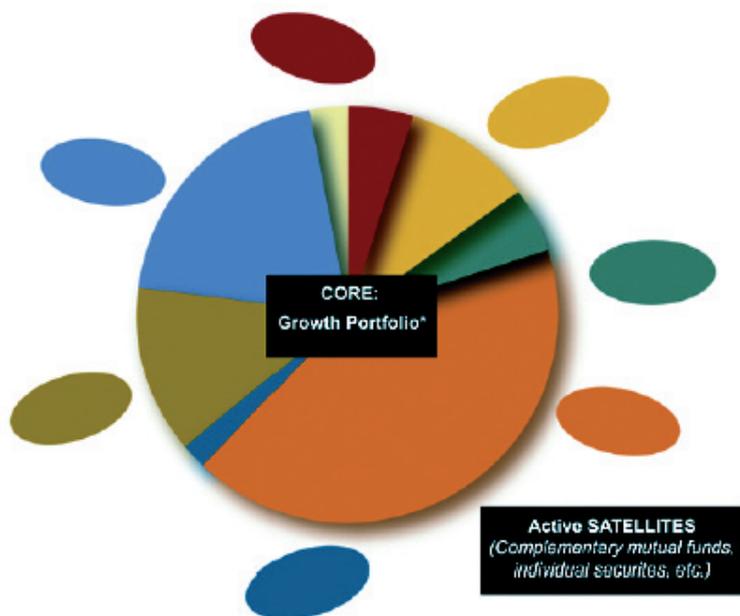


Рис. 5. Стратегия «ядро-сателлит» (ядро – портфель роста, активно управляемые сателлиты – взаимные фонды и отдельные ценные бумаги)

рис. 6 показано, как можно «крутить» твердодоходным портфелем с помощью ETFs. Темным цветом выделен iUnits ETF 5-летних облигаций правительства Канады, светлым – iUnits ETF, копирующий широкий индекс канадского облигационного рынка, и заштрихованный сегмент соответствует iShares ETF всего облигационного рынка Lehman Brothers. Комбинируя эти ETFs, можно нацеливать инвестиции на получение максимальных процентов (вверху слева), баланса процентов и ограниченного роста (вверху в центре), баланса процентов и роста (вверху справа), роста и процентов (внизу слева), роста (внизу в центре) и агрессивного роста (внизу справа).

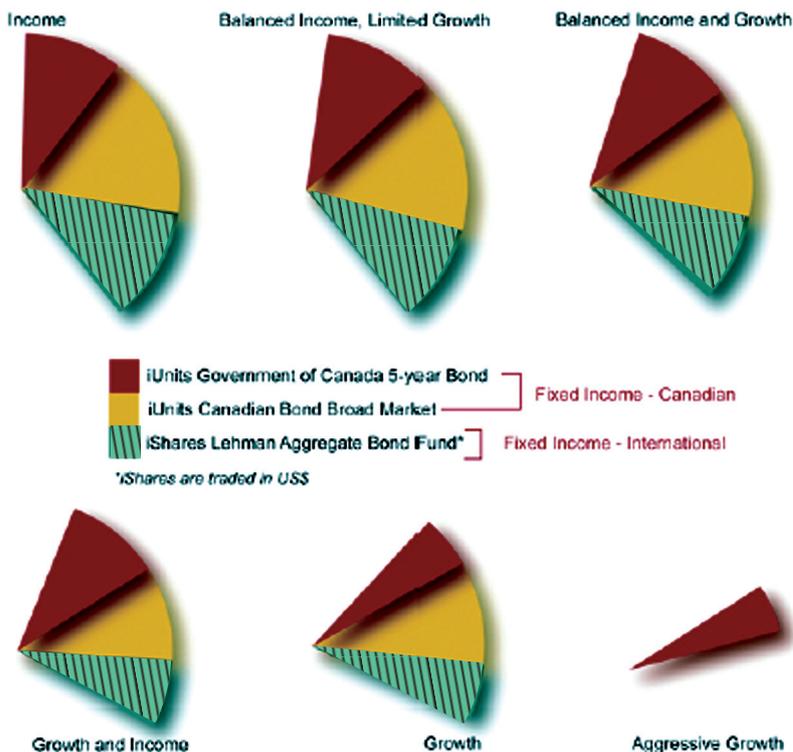


Рис. 6. Стратегия «твердый доход»

### Заключение

Технически ETF не является взаимным фондом, но он имеет некоторые достоинства взаимного фонда при том, что его акции торгуются на бирже подобно обычным акциям.

ETF предлагает инвестору:

- пониженную уязвимость от рисков, присущих торговле индивидуальными ценными бумагами;
- прямой и беспрошленный доступ к индексам самых разных спецификаций (пошлины уплачиваются управляющим фонда при покупке базовых активов);
- право торговать его акциями в течение рабочего дня;
- низкие управленческие расходы в сравнении с другими инвестиционными пулами (расходы встроены в стоимость IPU);
- непрерывное ценообразование в ходе торгов, точно отражающее динамику цен базовых активов;
- право на улаживание сделок с его акциями online и через биржевые системы;
- прозрачность и удобство в обращении.

Важной частью дисциплинированного подхода к инвестициям является построение диверсифицированного портфеля. ETF служит отличным средством портфельного менеджмента, потому что он обеспечивает мгновенную (за одну сделку) диверсификацию за пределами того разнообразия, которое предлагают традиционные ценные бумаги и взаимные фонды.

### АББРЕВИАТУРЫ

#### Рынки

- AMEX – American Stock Exchange
- ECN – electronic communication network
- NASDAQ – National Association of Securities Dealers Automated Quotation
- NYSE – New York Stock Exchange
- TSX (прежде TSE) – Toronto Stock Exchange
- Прочие организации
- FINRA – Financial Industry Regulatory Authority
- NASD – National Association of Securities Dealers
- SEC – Securities and Exchange Commission
- WFSE – World Federation of Stock Exchanges

#### Индексы

- MSCI – Morgan Stanley Capital International indices
- DJIA – Dow Jones Industrial Average
- S&P 500 – Standard and Poor’s 500 Stock Price Index

#### Биржевые продукты

- IPU – index participation unit
- ETF – exchange-traded fund
- TIPS 35 – Toronto 35 Index Participation Share
- TIPS 100 – Toronto 100 Index Participation Share
- i60 – S&P/TSE 60 Participation Unit
- SPDR – Standard & Poor’s Depository Receipt