

ETF guide

Начните разбираться
в ETF за 30 минут

Об авторах	4
5 главных вещей, которые нужно знать про ETF	5
ETF. Что? Как? И почему?	6
История развития ETF – марш победителей	9
Как это работает?	11
Инфраструктура ETF: ключевые элементы	12
Механизм подписки и погашения	13
Почему процесс подписки и погашения столь важен для ETF?	14
ETF – новое поколение фондов коллективных инвестиций	15
Стоимость чистых активов и индикативный СЧА. Зачем инвесторам нужны эти показатели?	16
Ловушки в понимании ликвидности ETF	17
Варианты репликации базового актива	17
Ошибка слежения, и почему за ней пристально смотрят инвесторы	19
Гарантии сохранности средств	19
Основные элементы экосистемы ETF	20
Прекращение ETF по различным причинам – процедура защиты прав инвесторов	21
Глобальный рынок ETF	22
Размер и динамика	23
Основные классы активов	24
Структура рынка ETF и основные игроки	24
Регулирование ETF в Европе	26
Ключевые положения Директивы UCITS	27
Ключевые документы ETF	29
Как читать проспект ETF	30
Как выбрать ETF и как сравнить его с альтернативными инструментами	32
Финансовые индексы	33

Подробности процесса оценки ETF	33
Альтернативные типы ETF: есть ли содержание за интригующими названиями?	35
Как получить доступ к ETF через российского брокера	38
Почему институциональные инвесторы активно используют ETF	38

Об авторах



Олег Янкелев, генеральный директор УК ФинЭкс Плюс, старший партнер FinEx Investment Management LLP

Олег Янкелев отвечает за развитие ETF-бизнеса группы FinEx в России, управление активами и развитие международной платформы. Олег обладает более чем 15-летним опытом работы в области управления альтернативными инвестициями. Олег получил степени бакалавра и магистра по специальности «экономика» в НИУ ВШЭ. С 2006 г. Олег Янкелев является членом CFA Institute и CFA Society of the UK и имеет степень MBA, полученную в бизнес-школе Чикагского университета.



Владимир Крейндел, исполнительный директор УК ФинЭкс Плюс

Владимир Крейндел отвечает за разработку ETF-решений в FinEx, является активным популяризатором идей индексного инвестирования в России. Неоднократный участник профильных конференций, телепередач, автор статей в ведущих деловых изданиях РФ. Магистр экономики (НИУ ВШЭ).



Анна Бердникова, аналитик УК ФинЭкс Плюс, магистр экономики НИУ ВШЭ

5 главных вещей, которые нужно знать про ETF

- 1 ETF – это эффективный инструмент доступа к рынку акций, облигаций или товаров. Инвестируя в ETF, можно быть уверенным, что «надпись на упаковке» (название) всегда соответствует содержанию.
- 2 ETF – минимально возможные риски инфраструктуры, многоуровневая защита от недобросовестных действий управляющего и жесткий контроль контрагентских рисков; благодаря своей инфраструктуре и прозрачности всегда торгуется вблизи справедливой стоимости, и ни один инвестор не может получить преимущества за счет других инвесторов.
- 3 ETF – простой и удобный биржевой инструмент: любой инвестор может совершать с ETF все многообразие операций, доступных для обыкновенных акций.
- 4 ETF – это уникальная возможность составить индивидуальный портфель в соответствии с индивидуальными инвестиционными целями и отношением к риску без существенных затрат времени и средств из ETF.
- 5 По данным Morningstar, в среднем доходность индексных ETF выше, чем у фондов с активным управлением.



ETF.

ЧТО? КАК? И ПОЧЕМУ?

ETF (Exchange Traded Fund) — биржевой инструмент коллективных инвестиций, торгуемый как обыкновенная акция и позволяющий получить эффективный доступ к «корзине» инструментов, не покупая каждый входящий в него актив отдельно. ETF могут быть выпущены на акции, облигации, сырьевые индексы, недвижимость, отдельные сырьевые товары, например золото.

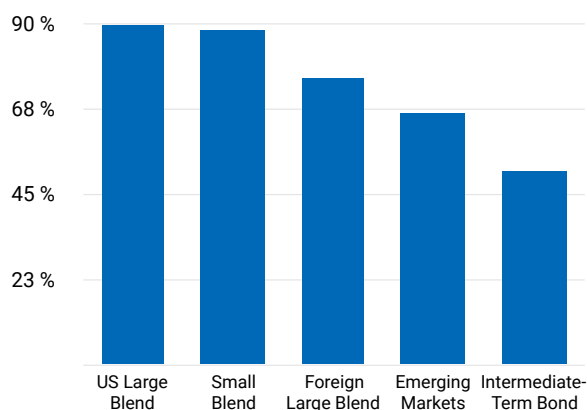
Инвестиционная философия создателей ETF

Многочисленные исследования финансовых экономистов показывают, что систематически обыгрывать рынок, отбирая для инвестирования отдельные ценные бумаги и затем вовремя их продавая, крайне сложно, если вообще возможно. Одно из объяснений, почему управляющие не могут обыграть рынок, связано с так называемой гипотезой эффективных рынков (EMH). Это предположение о том, что цены активов уже в полной мере отражают всю доступную информацию о них. При этом конкуренция за недооцененные активы между участниками рынка — частными инвесторами, менеджерами взаимных фондов и хедж-фондов и другими игроками — крайне высока. На финансовом рынке мы по сути каждый день наблюдаем «Олимпийские игры» — соревнования лучших из лучших между собой. В ходе этого соревнования стоимость не создается, а просто перераспределяется между инвесторами за вычетом расходов, а значит, вполне естественно, что большинство управляющих проигрывают рынку в любом рыночном сегменте.

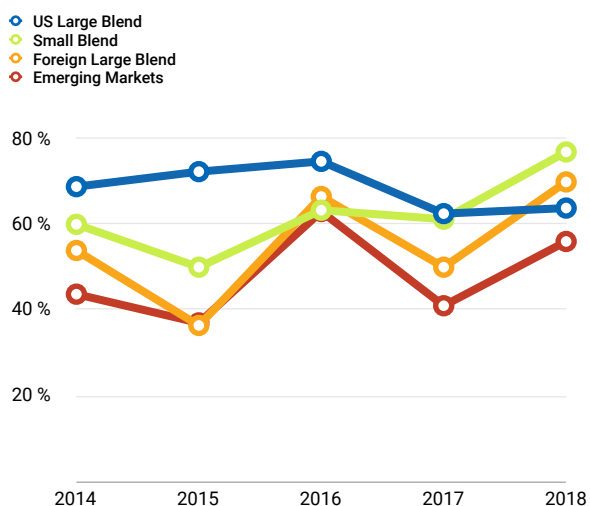
Подавляющая часть профессиональных управляющих согласны: эффективность активных стратегий действительно крайне низка на развитых рынках с высокой информационной прозрачностью (именно такие рынки в индустрии принято называть эффективными). Одновременно инвесторам навязывается миф, что индексный подход не всегда работает на «неэффективных рынках». При этом совершенно забывается или умалчивается, что индексный подход заключается в повторении динамики рынка. Инвестор владеет всеми акциями в пропорциях, пропорциональной их капитализации). Для такой стратегии совершенно не важны ни размер, ни классификация, ни эффективность рынка. Дело в том, что любой рынок независимо ни от чего обладает показателем средней доходности, от которой совокупность всех инвесторов отстает на размер расходов (причем с ростом рыночной неэффективности, отставание может увеличиваться). Несколько

приведенных здесь примеров хорошо демонстрируют общие свойства эффективных и неэффективных рынков: слабость активного управления наблюдается как в сегменте компаний с малой капитализацией, так и на развивающихся рынках.

Процент активных фондов, отстающих от индексных фондов на горизонте 10 лет по состоянию на 28 августа 2018 г.



Процент активных фондов, отстающих от индексных фондов на горизонте в 1 год с 2014 по 2018 года



объяснение: стоимость большинства ценных бумаг, представляющих один класс активов (например, американский рынок акций), изменяются сонаправленно (цены падают или растут, но с разной скоростью).

При этом именно расходы, а не квалификация управляющих влияют на доходность фондов. Иными словами, в каждой категории активных фондов именно расходы определяют успех конкретного фонда.

Но дело не только в этом. Оказывается, значимость выбора отдельных бумаг для результатов инвестирования на практике намного ниже, чем можно было бы ожидать. Ряд исследований был посвящен анализу источников доходности портфелей, сформированных профессиональными управляющими взаимных фондов. Целью этих исследований было желание ответить на фундаментальный вопрос: что важнее — выбор индивидуальных ценных бумаг внутри некоего класса активов или выбор класса активов как такового?

Выяснилось, что определяющим фактором оказывается выбор пропорций распределения капитала между классами активов (акциями, облигациями). А вот выбором конкретных ценных бумаг поведение доходности портфеля объясняется только на 5–10%. Такому результату есть простое

Один и тот же набор факторов, таких как монетарная политика или инвестиционная привлекательность, в большей степени влияют на динамику отдельных бумаг, нежели индивидуальные факторы. С учетом гипотезы эффективного рынка, утверждающей, что на практике нельзя знать заранее, какие бумаги вырастут, а какие упадут в цене, получается, что инвестору важнее принять решение, как распределить средства между отдельными классами активов, а не отдельными бумагами, так как именно выбор классов активов и определяет результаты управления.

Если обыграть рынок в большинстве случаев невозможно, то наиболее эффективным решением для инвесторов может стать вложение в индексные ETF, которые помогут обыкновенному инвестору следовать за динамикой рынка и обыгрывать 80–90% активных управляющих, а также позволят делать эффективную портфельную аллокацию (составлять инвестиционный портфель) с учетом отношения к риску и целей инвестора.

История развития ETF — марш победителей

Первый ETF появился в Канаде в 1990 году, первый американский ETF — в 1993-м. В 1988 г. Американская фондовая биржа (AMEX) решила заняться разработкой продукта, которым инвесторы смогли бы торговать в течение дня без увеличения затрат инвесторов. Возглавили разработку вице-президент по разработке новых продуктов Натан Мост (Nathan Most) и его помощник Стивен Блум. AMEX требовалась помощь партнера, поэтому они заключили договор с одним из крупнейших банков-кастодианов — State Street. Также им нужен был индекс для отслеживания, и они остановились на популярном среди институциональных инвесторов S&P 500 (отражает динамику акций крупнейших американских компаний). Состав активов фонда должен был каждый день отражать состав индекса. Одобрение нового продукта SEC оказалось более сложным и затянутым процессом. За это время команде Торонтской фондовой биржи удалось запустить свой биржевой фонд. В 1990 году первый биржевой инвестиционный фонд (отслеживала Toronto Stock Exchange 35 Index) был допущен к торгам в Торонто. В США разработанный AMEX первый ETF под названием Standard & Poor's Depositary Receipts, или SPDR, появился лишь в 1993

году. С самого начала работы и по сей день он остается крупнейшим ETF в мире: на август 2019 года активы составляют 260 млрд долларов.

Европейский рынок ETF стартовал на семь лет позже, в 2000 году, – соответствующие торговые сегменты запустили Лондонская биржа (LSE) и Deutsche Börse. Через пять лет среднегодовой темп прироста активов составлял 60%, а биржевые фонды торговались на 11 биржах.

Постепенно ETF начали привлекать активы в глобальном масштабе, их использовали все новые финансовые советники и профессиональные инвесторы. К 2005 году индустрия уже насчитывала 453 ETF, активы составляли 417 млрд долларов. Но наиболее активно инвесторы начали переключаться на использование ETF после 2008 года, когда стало очевидно, что подходы активных управляющих не работают, а ETF дают реальную эффективность – высокую доходность при низких издержках. Сейчас, в 2019 году, по всему миру число ETF превышает 6900, активы находятся на уровне 6 трлн долларов.



КАК ЭТО РАБОТАЕТ?

Инфраструктура ETF: ключевые элементы

Инвесторы, голосующие своим кошельком за выбор индексных ETF, ждут от инструмента четкого и бесперебойного отслеживания индекса, которое в ETF обеспечивается за счет инфраструктуры авторизованных участников (Authorized Participants) и администраторов/кастодианов, обеспечивающих функционирование непрерывного механизма подписки и погашения (creation/redemption) как в деньгах, так и в натуре (в этом случае авторизованный участник передает корзину из ценных бумаг, соответствующую инвестиционной цели фонда, и в обмен получает новые акции ETF).

Авторизованные участники — основные поставщики ликвидности ETF. Если спрос на акции ETF повышается, они предоставляют большее количество акций инвесторам благодаря механизму подписки. Если инвесторы продают акции, их забирают с рынка авторизованные участники и «погашают», обменивая на корзину базового актива. Это позволяет биржевым ценам акций ETF большую часть времени оставаться вблизи справедливой стоимости.

Если инвесторы активно продают акции ETF фонда, цена акций падает ниже справедливой стоимости. В этой ситуации авторизованный участник покупает их и обменивает на базовые активы. Покупка акций авторизованным участником толкает цену обратно вверх. Это приводит к тому, что цена ETF не может значительно отклоняться от справедливой стоимости.

Если цена ETF начнет отклоняться от фундаментальной стоимости, например, в большую сторону, то это приведет к мгновенному возникновению арбитражных возможностей для других участников рынка: занимая и продавая акции ETF (операции шорт) и одновременно покупая базовые активы и поставляя их в фонд в обмен на акции ETF, любой профессиональный участник рынка сможет получить безрисковую арбитражную доходность. В результате таких операций в сочетании с возможностью подписки и погашения на акции ETF в натуре (т. е. с помощью корзины бумаг) любое отклонение цены акций от фундаментальной стоимости не может быть продолжительным, и, как следствие, инвесторы в ETF могут быть уверены, что не переплачивают за интересующий их актив.

Механизм подписки и погашения

Ключом к пониманию принципа работы ETF служит механизм подписки и погашения, так называемый «секретный соус ETF», позволяющий ETF быть более дешевым и прозрачным. Принцип работы этого процесса представлен на графиках ниже.

Процесс подписки



Процесс погашения



Почему процесс подписки и погашения столь важен для ETF?

Благодаря наличию эффективного процесса цена ETF всегда остается близкой к справедливой стоимости. Поскольку ETF торгуется как акция, в течение дня его цена может колебаться из-за динамики спроса и предложения. Если цена ETF в какой-то момент начинает существенно превышать справедливую стоимость, авторизованный участник для начала анализирует отклонение и сравнивает его с расходами на совершение арбитражных операций. Если отклонение стоимости превышает пороговое значение, есть смысл действовать. Для этого авторизованный участник приобретает на базовом рынке корзину из активов (акций, облигаций) в пропорции индекса. Затем он обменивает корзину акций или облигаций напрямую в фонде на акции ETF и продает их на рынке, тем самым сбивая цену до справедливой.

Справедливо и обратное: когда ETF торгуется значительно ниже своей справедливой цены (с дисконтом), авторизованный участник покупает акции ETF, обменивает их у фонда на акции компаний, составляющих индекс, и продает их на открытом рынке базовых активов.

Благодаря этому арбитражному процессу цена акции ETF остается вблизи справедливой стоимости составляющих его базовых активов. Насколько близкой будет цена к справедливой стоимости, определяется ликвидностью базовых активов (насколько близкими являются цены покупки и продажи инструментов, составляющих фонд, на рынке), а также расходами на совершение арбитражных операций – стоимости исполнения сделок на рынке ETF и базовых активов (брокерские комиссии) и капитала, который необходим для арбитражных операций.

Вторым важным плюсом процесса подписки и погашения в натуре (англ. In-kind) является снижение издержек самого фонда и его конечных инвесторов. Все расходы, связанные с новыми подписками на акции ETF или их погашением, несет авторизованный участник. В отличие от доверительных фондов (или ПИФов, как их вариант называют в России), они не перекладываются на инвесторов.

Не стоит забывать: без описанной выше эффективно работающей инфраструктуры, обеспечивающей прозрачную и эффективную подписку/погашение на первичном рынке, ETF не сможет эффективно выполнять свои функции! По этой причине доверительный фонд (или паевой инвестиционный фонд, ПИФ), прошедший листинг на бирже, не может претендовать на название ETF, так как не гарантирует инвестору жесткой взаимосвязи между акциями фонда, бенчмарком и наполнением фонда.

ETF – новое поколение фондов коллективных инвестиций

ETF – биржевой инструмент, торгуемый как акция. Это означает, что в любой момент торгового дня инвестор через свой брокерский терминал или мобильное приложение может покупать и продавать акции ETF в любом количестве, пользуясь всеми возможными преимуществами биржевой торговли: использовать рыночные или лимитные заявки, занимать короткую позицию (при наличии негативных взглядов относительно будущей динамики рынка), совершать маржинальные операции (использовать для покупки заемные средства) и занимать средства под залог ETF в рамках операций РЕПО.

Доступность – в отличие от ETF, далеко не все ПИФы можно купить или продать на бирже через брокера. Большинство паевых инвестиционных фондов продолжает распространяться только через управляющую компанию или филиалы банка-партнера. Такие операции обычно связаны с выплатой высоких единовременных комиссий – надбавок. В зависимости от способа распространения надбавки при продаже ПИФа могут достигать до 3%.

Низкая стоимость – совокупные комиссии по ETF в основном ниже, чем у ПИФов. За счет того, что ETF покупается напрямую на бирже через брокера, управляющей компании не нужно тратить время и деньги на взаимодействие с отдельными инвесторами. Кроме того, вся инфраструктура и операционные процессы индексных ETF полностью автоматизированы, что позволяет, во-первых, избежать операционных ошибок, а, во-вторых, в полной мере воспользоваться эффектом

масштаба и не увеличивать расходы на оперирование с ростом активов под управлением.

Прозрачность – администратор ETF ежедневно раскрывает полный состав активов фондов, так что инвесторы постоянно в курсе, куда вложены их деньги и действительно ли фонд повторяет структуру индекса. В отличие от ETF, ПИФы раскрывают состав своих фондов только раз в квартал, и информация о составе активов фонда в остальное время для инвесторов недоступна. Кроме того, стоимость ETF для инвестора жестко определена размером совокупных комиссий (total expense ratio, TER) и выражается одной цифрой в процентах годовых, в то время как ПИФы обременены различными сборами и комиссиями, совокупный размер которых непредсказуем. В результате с ETF вы точно знаете, какова реальная стоимость ваших инвестиций в каждый момент времени. В случае ПИФа это всегда ребус, ответ на который вы сможете узнать наверняка, только продав паи и получив деньги на счет.

Стоимость чистых активов и индикативный СЧА.

Зачем инвесторам нужны эти показатели?

Стоимость чистых активов (Net Asset Value, NAV) – важнейший показателей для ETF. СЧА в расчете на 1 акцию отражает справедливую стоимость акций ETF в валюте фонда и рассчитывается на конец дня как текущая стоимость всех активов, входящих в фонд, деленное на количество акций ETF. **Индикативный СЧА (indicative NAV, iNAV)** является аналогичным показателем, но рассчитывается на основе внутрисуточных цен активов каждые 15 секунд специальной компанией – расчетным агентом. iNAV предоставляет инвестору оперативную информацию о том, в окрестностях каких значений находится текущая справедливая цена ETF. Так, например, если вы хотите купить ETF, чья справедливая стоимость за одну акцию составляет 1300 рублей, а вам предлагают купить за 1400, то вы вряд ли будете покупать его по такой цене и обратитесь к другому продавцу. Но на практике такая ситуация исключена или просто крайне маловероятна. Благодаря арбитражному механизму биржевые цены ETF могут отставать или опережать фундаментальную стоимость не более, чем на размер издержек авторизованного участника по арбитражу (приведению биржевой цены к

фундаментальной), существующему благодаря механизму подписки/погашения в натуре.

Ловушки в понимании ликвидности ETF

Часто инвесторы ошибочно считают, что ликвидность ETF зависит от его торгового оборота на бирже, — это совсем не так. При анализе ликвидности ETF, важно помнить, что ETF оперируют двумя уровнями ликвидности, самым важным из которых является внутренняя ликвидность.

Ликвидность базовых активов (внутренняя ликвидность) напрямую влияет на спреды при торговле акциями ETF. Именно от ликвидности базового актива зависит, насколько быстро и выгодно авторизованный участник сможет купить или продать активы базовой корзины и обменять их на акции ETF. Даже если биржевой оборот по ETF небольшой, в силу ликвидности его базового актива (например, американского рынка акций) инвестор даже с очень большой заявкой сможет спокойно приобрести или продать ETF по цене близкой к справедливой, как раз благодаря тому, что маркет-мейкер, являясь одновременно авторизованным участником, может быстро и без существенных затрат времени и капитала поставить новые акции ETF и продать их по справедливой цене.

Варианты репликации базового актива

Свою главную задачу — максимально точное отслеживание индекса — ETF может выполнять несколькими способами:

Физическая репликация — метод репликации индекса, при котором фонд инвестирует средства в базовый актив в соответствии со структурой индекса (полная репликация) или в корзину бумаг, динамика которой близка индексу (выборочная репликация или enhanced).

- A. Полная репликация активов (full replication) — фонд покупает все активы, входящие в состав выбранного индекса, ровно в указанной в индексе

пропорции и своевременно ребалансирует состав при любых изменениях в индексе.

- B. Улучшенная репликация (enhanced replication) – покупка активов, наиболее точно отражающих отслеживаемый актив, основываясь на корреляциях, риске и т. д.
- C. Синтетическая репликация – метод репликации индекса, при котором фонд приобретает у крупного международного инвестбанка (как правило) финансовый производный инструмент – своп полной доходности (total return swap). Свop позволяет фонду получать доходность индекса-бенчмарка, отслеживая его динамику аналогично методу полной репликации, но уже без операционных рисков, с которыми может быть связана физическая репликация.

Самым простым, но не всегда доступным способом отслеживания динамики какого-либо индекса является **полная репликация**. Именно этот путь следования за индексом используется в большинстве ETF, ориентированных на ликвидные рынки акций и облигаций. У полной репликации есть очевидные преимущества, прежде всего простота восприятия инвесторами. Однако для менее ликвидных рынков базового актива этот способ репликации не всегда оптимален и может быть связан с прямыми или косвенными издержками для конечных инвесторов. Это, среди прочего, необходимость частых перебалансировок индекса, высокие расходы по хранению или учету. Например, для сырьевых ETF физическая репликация часто является неоптимальной, так как хранение, учет и купля-продажа реальных сырьевых активов (нефти, газа, промышленных металлов и т. д.) влечет за собой значительные издержки для фонда, что не может не влиять на совокупные расходы (TER). В результате использование **синтетической репликации**, основанной на торговле деривативами, может быть более оправданной для ETF по сравнению с покупкой и хранением самих сырьевых товаров.

Если речь идет про репликацию индексов, содержащих слишком большое число элементов или неликвидные компоненты, как, например, в случае с индексом Московской биржи (РТС), то связанные с этим затраты могут быть компенсированы за счет «**улучшенной**» репликации, которая позволяет, с одной стороны, уменьшить расходы для конечных инвесторов, связанные с торговлей неликвидными активами (спредами), а, с другой – сохранить близость следования за индексом.

Ошибка слежения, и почему за ней пристально смотрят инвесторы

Ошибка слежения (tracking error) — это приведенное к годовым значение отклонений дневных доходностей ETF от индекса-бенчмарка. По сути, ошибка слежения отражает, насколько точно фонд ежедневно отслеживает индекс и как быстро и эффективно происходит перебалансировка портфеля ETF в ответ на изменение состава индекса.

Чем меньше ошибка слежения, тем более полно ETF отображает динамику индекса. Важно помнить, что ETF — это инструмент доступа к рынку акций, облигаций или товаров, и он не должен обыгрывать индекс или демонстрировать лучшие, чем у индекса, характеристики риск-доходность. Другими словами, ошибка слежения — это мера того, насколько надпись на упаковке (название ETF) соответствует ее содержанию (наполнению). Чем меньше ошибка, тем выше качество ETF и тем лучше он будет выполнять свою роль в портфеле инвестора.

Гарантии сохранности средств

ETF является одним из наиболее защищенных инструментов, доступных частным и институциональным инвесторам. Неспроста именно индексные фонды являются инструментами, из которых формируются портфели «по умолчанию» в США в рамках пенсионных счетов типа 401k (пенсионные накопления американцев), и инвестирование в которые в ЕС не требует от инвесторов специальных знаний.

Основная причина благосклонного отношения регуляторов к инструменту — минимально возможные риски инфраструктуры, многоуровневая защита от недобросовестных действий управляющего и жесткий контроль контрагентских рисков. Все это достигается за счет многоуровневой процедуры контроля соответствия деятельности всех элементов инфраструктуры ETF положениям законодательства ЕС о фондах коллективных инвестиций (UCITS V Directive и другим нормативным актам ЕС), четким и полностью автоматизированным внутренним процедурам как на уровне фондов, так и их контрагентов, и отлаженной экосистеме

инфраструктурных партнеров ETF — прежде всего, кастодианов, администраторов, независимых трасти и пр.

Основные элементы экосистемы ETF

В рамках ЕС выстроена многоуровневая система защиты активов владельцев акций ETF, **ключевым элементом которой выступает кастодиан**, который осуществляет ответственное хранение всех активов фонда, а также совместно с администратором контролирует действия менеджера в части точного следования инвестиционной декларации фонда (заявленному индексу и способу его репликации). При этом кастодиан (депозитарий) **не просто выполняет свои контрактные обязательства перед фондом и его инвесторами, но и за качество своей работы** (обеспечение сохранности активов фонда) **отвечает всем своим имуществом**.

Все активы ETF находятся на сегрегированных счетах, а номинальным держателем самих ETF для российских инвесторов является Национальный расчетный депозитарий (НРД), входящий в группу Московской биржи.

Ежедневной проверкой инвестиционной стратегии, а также контролем всех процедур подписки и погашения акций фонда занимается администратор:


- в реальном времени проверяет соответствие действий менеджера инвестиционной политике ETF как на уровне контроля состава портфеля фонда, так и качества следования за заявленным индексом. При отклонении от бенчмарка на 0,1% за день начинается запуск процедуры внутренней проверки деятельности фонда, включая контроль регулятора;
- на основе информации из Проспекта ETF и составе индекса **администратор ежедневно формирует и рассылает всем авторизованным участникам фонда информацию о составе подписной корзины фонда, которая должна быть поставлена фонду в обмен на новые акции фонда. Этот ключевой документ называется Portfolio Composition File (PCF)**;
- создание любых новых акций фонда происходит только после того, как соответствующие базовые активы, ежедневно определяемые в PCF, не поступят в фонд. Таким образом, процедура функционирования фонда

обеспечивает, чтобы любые новые акции создавались только в четком соответствии с требованиями проспекта.

Еще одним элементом инфраструктуры ETF является его **совет директоров**, большинство в котором составляют независимые директора со значительным опытом коллективных инвестиций в ЕС и персональной ответственностью в случае недобросовестного выполнения своих функций. Причем совет директоров не полагается исключительно на свои знания и возможность, но и использует независимых сервис-провайдеров для мониторинга выполнения фондом требований Проспекта, положений законодательства и риск-менеджмента.

Прекращение ETF по различным причинам — процедура защиты прав инвесторов

Прекращение ETF-провайдером одних фондов и запуск других является достаточно распространенной практикой: далеко не каждый инвестиционный продукт, реализованный на основе инфраструктуры ETF, становится востребованным инвесторами. Право инициировать расформирование ETF есть у совета директоров, в этом случае инвесторы будут своевременно уведомлены о предстоящей ликвидации и смогут продать акции на вторичном рынке или позднее реализовать свои права в рамках процедуры погашения (до тех пор, пока погашение акций не завершено, фонд не сможет прекратить свою деятельность и приостановить следование заявленной инвестиционной стратегии). Сама процедура погашения реализована таким образом, чтобы даже у самого беспечного инвестора не возникло проблем с реализацией своих прав. Погашение происходит автоматически по цепочке: администратор, Euroclear, НРД, брокер инвестора, инвестор — и не провоцирует возникновения дополнительных контрагентских и/или операционных рисков или расходов.



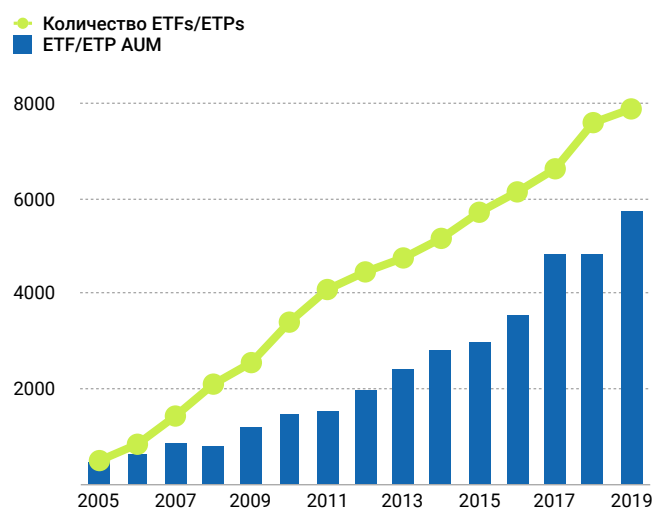
ГЛОБАЛЬНЫЙ РЫНОК ETF

Размер и динамика

По состоянию на июль 2019 года объем рынка ETF составил 5,7 трлн долларов США с ежегодным темпом роста 20,1%. Всего в мире зарегистрировано 6,7 тысяч ETF от 392 провайдеров, обращающихся на 71 бирже в 57 странах.

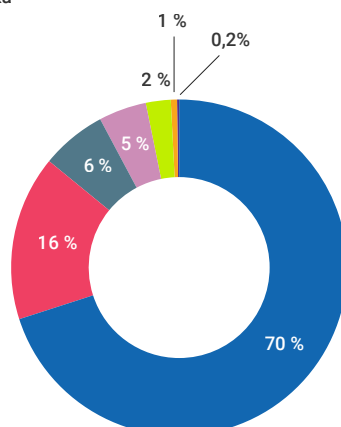
Самая большая доля рынка приходится на американские ETF: под их управлением находится 4 трлн долларов США. Второе место с огромным отрывом от Америки занимает европейский рынок ETF с AUM в 900 млрд долларов США. А третий по размеру рынок ETF — японский с активами в 359 млрд долларов США.

Объём рынка ETF



Доли по странам

- США
- Европа
- Япония
- Азия (без Японии)
- Канада
- Ближний Восток
- Латинская Америка

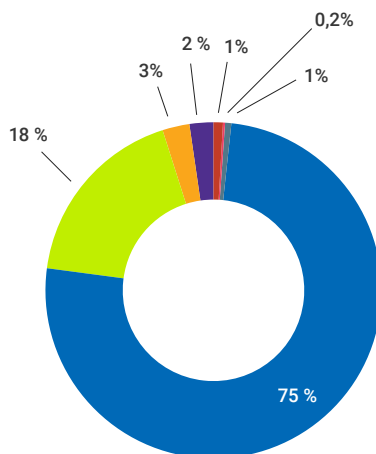


Основные классы активов

Если рассматривать рынок ETF с точки зрения разделения по активам, то самую большую долю в 75,4% ожидаемо занимают ETF на акции и лишь 18% приходится на облигации, а на активные ETF – только 2,3% всего рынка.

Доли по классу активов

- ETF с плечом
- Инверсные
- Другие
- Акции
- Облигации
- Сырьевые товары
- Активные ETF



Структура рынка ETF и основные игроки

Рынок ETF-провайдеров сильно концентрирован: так, под управлением трех крупнейших провайдеров находится 66,7% всего мирового ETF рынка.

iShares (BlackRock) является крупнейшим ETF-провайдером в мире с активами в 2 трлн долларов США, что составляет 35% от всего рынка ETF. На втором месте с активами в 1,098 трлн долларов США находится Vanguard, но занимает лишь 19% всего рынка. Тройку лидеров замыкает SPDR ETFs с активами в 724 млрд долларов и занимающий 12,6% рынка.

Провайдер	Количество	СЧА (млн дол США)	Доля рынка
iShares	760	2002293	34,9 %
Vanguard	178	1098385	19,1 %
SPDR ETFs	255	724154	12,6 %
Invesco	390	248653	4,3 %
Nomura AM	86	159034	2,8 %
Schwab	22	147517	2,6 %
Xtrackers	273	132022	2,3 %
First Trust	177	78973	1,4 %
Nikko AM	28	71445	1,2 %
Daiwa	40	69541	1,2 %



РЕГУЛИРОВАНИЕ ETF В ЕВРОПЕ

Подавляющее большинство европейских ETF выпускаются в рамках **Директивы о коллективных инвестициях в обращающиеся ценные бумаги** (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities, UCITS). UCITS представляет собой детализированное и гармонизированное законодательство, регламентирующее процесс создания и функционирования фондов коллективных инвестиций в ЕС, предназначенных для неограниченного круга инвесторов в ЕС. Это означает, что фонд, авторизованный в одном государстве-члене ЕС, может свободно предлагаться инвесторам в других странах ЕС. С 2013 года UCITS ETF может быть доступен для неограниченного круга инвесторов в России при условии выполнения ETF-провайдером ряда условий для допуска к обращению на российской бирже.

Директива UCITS была впервые одобрена в 1985 году, но с тех пор она была переработана пять раз с целью повышения прозрачности работы фондов и улучшения защиты интересов инвесторов. Неудивительно, что сейчас фонды UCITS являются одним из наиболее востребованных инвестиционных продуктов в мире: их выпущено более 29 тысяч, а их совокупные активы составляют 10 трлн долларов¹.

Ирландия является страной, которая одна из первых имплементировала требования Директивы в национальное законодательство. Ирландия – один из из ключевых центров создания UCITS ETF в ЕС – на нее приходится 54% европейских ETF.

Полный текст директивы можно изучить [здесь](#).

Ключевые положения Директивы UCITS

- ▶ Закон требует от фондов жесткого следования ограничениям в части концентрации рисков, возможности заимствований и использования финансового рычага:
 - (1) вложения в ценные бумаги одного эмитента в обычных условиях не могут превышать 10%, при этом совокупные вложения в эмитентов с весом более 5% не могут в совокупности превышать 40% (5/10/40 Rule);

¹ [https://www.efama.org/Publications/Statistics/Quarterly/Quarterly%20Statistical%20Reports/190604_Quarterly%20Statistical%20Release%20Q1%202019%20\(final\).pdf](https://www.efama.org/Publications/Statistics/Quarterly/Quarterly%20Statistical%20Reports/190604_Quarterly%20Statistical%20Release%20Q1%202019%20(final).pdf)

- (2) заимствования фонда не могут превышать 10% активов и не могут носить регулярный характер;
 - (3) директива устанавливает требования к производным финансовым инструментам таким образом, чтобы в результате не возникали дополнительные контрагентские риски. Предъявляются требования к обеспечению по таким контрактам; максимальный контрагентский риск на эмитента внебиржевого дериватива – 5%;
 - (4) совокупный размер банковских депозитов не может превышать 20% активов при условии, что размер депозитов, размещенных в одном финансовом учреждении, не превысит 10% активов.
- ▶ Определяет требования к индексам, которые может повторять фонд, как в части состава, репрезентативности, так и в адекватности представления соответствующего рынка.
 - ▶ Требуется, чтобы инвестиции фондов были ликвидны, и в отношении них можно было получить адекватную рыночную оценку.
 - ▶ Требуется от фондов публикации KID, обязательного документа, который позволяет даже неопытному инвестору принять информированное решение об инвестициях в фонд.
 - ▶ Требуется от фондов обязательного наличия кастодиана, администратора, аудитора и совета директоров, в котором будут доминировать независимые директора.
 - ▶ Дает возможность управляющему, авторизованному в одном государстве ЕС, управлять UCITS ETF, созданному в другой стране-члене ЕС (это называется *management company passporting*).
 - ▶ UCITS позволяет фондам, авторизованным в одном государстве-члене ЕС, свободно предлагаться инвесторам в других странах ЕС (*UCITS Passporting*).
 - ▶ Фонды, авторизованные в рамках UCITS, с 2013 года могут пройти процедуру спонсируемого допуска к торгам в России при условии выполнения ETF-провайдером ряда важных условий и, как следствие, распространяться среди неограниченного круга инвесторов в России, включая неквалифицированных инвесторов.

Ключевые документы ETF

- ▶ **Проспект** является основным законом фонда, его конституцией. Данный документ описывает роли основных участников экосистемы фондов, правила и инвестиционные ограничения, которые относятся к целой линейке фондов. Напомним, что ETF выпускаются зонтичными структурами, где каждому ETF соответствует субфонд с индивидуальной инвестиционной стратегией, которая может описываться индексом или формулироваться иным способом, или представлять вложения всего в один актив, например золото. Данный инструмент в значительной степени определяется Директивой UCITS и редко серьезно меняется от фонда к фонду. В связи с этим ключевая информация проспекта — это информация о ключевых элементах инфраструктуры: администраторе, кастодиане, аудиторах, управляющем активами, совете директоров. Так как именно администратор и кастодиан являются ключевыми элементами инфраструктуры, обеспечивают стабильную работу фондов, хранят активы и предоставляют бесперебойное и безопасное функционирование ETF в интересах конечных инвесторов, рекомендуем обратить внимание на то, насколько эти институты давно работают на рынке, размеры их бизнеса.
- ▶ **Приложение к Проспекту** — данный документ является основным для каждого из ETF, выпущенного зонтичной структурой. Он описывает инвестиционную цель фонда (например, индекс, за которым обязан следовать ETF), способ репликации, рынки, на которых фонд будет совершать операции, целевой уровень ошибки следования и площадки, на которых фонд прошел или планирует пройти листинг. Последнее особенно важно для защиты интересов инвесторов, т. к. только инвесторы, купившие ETF на таких площадках, могут рассчитывать на полное и своевременное раскрытие информации, в том числе в соответствии с локальным законодательством, и на защиту своих интересов со стороны администратора фонда в случае форс-мажорных обстоятельств: исчезновения ликвидности, потери листинга или ликвидации.
- ▶ **Аудиторский отчет** — документ, в котором аудитор не только верифицирует финансовую отчетность, но и проводит независимый анализ качества работы фонда и всех элементов инфраструктуры.

- ▶ **KID** — краткий дайджест (паспорт) Проспекта и Приложения, относящегося к конкретному фонду. Информация, содержащаяся в нем, кратко дублирует основные условия, изложенные в Проспекте и Приложении. Цель данного документа — дать возможность даже неопытному инвестору, неготовому к самостоятельному изучению Проспекта и Приложения, принять информированное решение об инвестиции в ETF.
- ▶ **Factsheet** — регулярно выпускаемая фондом визитная карточка, в которой фонд раскрывает ключевую информацию о деятельности фонда, результатах работы, наполнении.


Как читать проспект ETF

Изучение всех документов фонда является полезным, но вряд ли приемлемым способом получения полной информации об ETF. В связи с этим мы составили инструкцию для принятия решения об инвестировании.

1. Из Проспекта или иных документов фонда выясните, **кто** является администратором и кастодианом ETF. Именно на этих участниках процесса функционирования фондов лежит обязанность по организации подписки/погашения, обеспечение сохранности активов, расчет СЧА и проверка адекватности следования за индексом. Это ключевые функции. Проверьте, есть ли у администратора и кастодиана необходимый для выполнения работы опыт, а также каков объем активов под администрированием, сколько активов у них находится на хранении. Наличие истории, опыта и значительный объем активов на хранении существенно повышает вероятность того, что эти агенты выполнят свои функции перед фондом, в который вы инвестировали средства.
2. Выясните, **какой индекс** отслеживает фонд, **какой способ репликации** использует, **какой целевой уровень** ошибки следования, **какие классы акций** есть у фонда, **размер совокупных расходов** и есть ли **классы с валютным хеджем**. Эта информация поможет вам определиться с тем, подходит ли вам фонд для достижения инвестиционных целей.
3. Посмотрите **отчет аудитора**: отчет может быть удобным инструментом для изучения того, насколько эффективно работает фонд, были ли случаи нарушения

инвестиционной декларации, и если да, то с чем они связаны. Аудитор также анализирует процессы и экосистему фонда, что может быть полезно для проведения глубинного анализа фонда.

4. Перед инвестированием изучите **FactSheet** (краткую справку) фонда – убедитесь, что вам все понятно. Если нет – постарайтесь найти ответы либо в документах фонда, либо обратившись в службу поддержки дистрибьютора за получением дополнительной информации.



КАК ВЫБРАТЬ ETF И КАК СРАВНИТЬ ЕГО С АЛЬТЕРНАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

Финансовые индексы

Всего в мире насчитывается более 3,3 млн индексов на различные финансовые активы. Однако не для всех из них есть соответствующие ETF фонды. Чтобы не потеряться во всем этом многообразии, инвестору для начала следует определиться, во что именно нужно аллоцировать средства, т. е. с классом актива, будь то акции, облигации или же сырье. Затем, если это акции или облигации, стоит уточнить страновую и секторальную принадлежность. И только после этого можно приступать к выбору подходящего ETF фонда и индекса.

Подробности процесса оценки ETF

A. Метод репликации и погрешность отслеживания

Для инвестора важно, насколько близко используемый управляющим инвестиционный продукт повторит динамику рынка. Именно поэтому мы рекомендуем инвесторам всегда обращать пристальное внимание на ошибку отслеживания, которая показывает, насколько близко с учетом расходов конкретный ETF или иной инструмент коллективных инвестиций повторяет динамику индекса (рынка). Соответственно, при прочих равных, вам стоит обратить внимание на индексный продукт с минимальной ошибкой отслеживания.

B. Издержки

С учетом других перечисленных здесь факторов мы советуем выбирать фонды с наименьшим заявленным общим уровнем расходов (Total Expense Ratio, TER). Естественно, нельзя анализировать расходы изолированно от ошибки отслеживания. К сожалению, из-за особенностей регулирования и качества инфраструктуры российские открытые паевые индексные фонды, обращающиеся на бирже, (БПИФы) могут демонстрировать результаты, несоразмерные своим расходам. Даже при небольших расходах они могут показывать высокую ошибку отслеживания. Также помните, что не во всех юрисдикциях, включая Россию, от фондов требуется раскрытие полной комиссии — убедитесь, что вам показана полная комиссия, и менеджер не может относить на фонд другие неявные расходы.

C. Абсолютное отставание от заявленного индекса (tracking difference)

Обязательно обратите внимание на размер абсолютного отставания от заявленного индекса — оно может существенно превышать размер совокупных расходов из-за налоговой неэффективности (tax leakages могут возникать из-за отсутствия возможности применения соглашений о двойном налогообложении, как, например, применительно к российским ПИФам на американские активы) или отсутствия адекватных процессов репликации на уровне фондов из-за операционных проблем или ошибок в управлении.

D. Ликвидность

Обращайте внимание на базовые активы повторяемого индекса и самого фонда, т. к. ликвидность ETF является производной от ликвидности базового актива. В то время как низкий заявленный общий уровень расходов может выглядеть привлекательно, низкая ликвидность базовых активов фонда может быть разрушительной для ваших инвестиционных целей.

E. Реинвестирование или выплата доходов по ETF

Существуют два типа ETF в части выплаты дохода: с накоплением и реинвестированием дохода; с выплатой последнего. В первом случае все приходящие доходы (дивиденды и купоны) направляются на приобретение ценных бумаг (составляющие индекса) исходя из основной цели фонда — максимально точно отслеживать выбранный индекс фонда. В этом случае фонд выбирает для повторения индексы полной доходности (total return index), которые также предполагают реинвестирование доходов в момент их получения. Во втором случае все полученные от ценных бумаг доходы (дивиденды и купоны) выплачиваются инвестору ETF ежеквартально или раз в полугодие.

F. Валюта ETF

Инвестирование в иностранные рынки через индексные инструменты связано с валютными рисками, которые могут быть полностью или частично нивелированы за счет хеджирования. Эту задачу провайдеры ETF научились решать за счет создания захеджированных классов акций (ETF на иностранные рынки без валютного риска). Выбирая фонды, подходящие именно вам, проанализируйте свою потребительскую корзину и свои инвестиционные цели, ответьте на вопрос, как повлияет девальвация рубля на их достижение, прежде

чем принимать решение о том, стоит ли вам исключать валютные риски из своего портфеля.

G. Тип ETF

Кроме ETF, позволяющих повторять взвешенные по капитализации индексы акций и облигаций или товары, существуют несколько альтернативных типов ETF: ETF с плечом (leveraged ETF), ETF, играющие на понижение (reverse/bear ETFs), smart-beta ETF, ETF на волатильность и активные ETF. По нашему мнению, такие ETF больше подходят активным трейдерам. Тенденция такова: с помощью этих инструментов управляющие компании могут использовать глобальный бренд ETF для развития своего бизнеса. Тем не менее мы считаем правильным, чтобы вы адекватно представляли данные инструменты и смогли сделать осознанный выбор — подробнее об альтернативных классах ETF в следующем разделе.

Альтернативные типы ETF: есть ли содержание за интригующими названиями?

ETF на волатильность (Volatility ETP)

Volatility ETP – это инструменты, в основе которых лежат деривативы на волатильность, используемую для оценки опционов. Наиболее известный индекс волатильности (или индекс страха, как его называют аналитики) — индекс VIX, который является отражением краткосрочных ожиданий рынка относительно волатильности на американском рынке акций. К сожалению, из-за особенностей индекса фонды на прямой и обратный индекс ведут себя совсем не так, как хотелось бы инвесторам. В недавнем прошлом мы уже наблюдали события, когда на фоне роста рыночной волатильности торги инструментами на обратную волатильность (XIV) останавливались, а инвесторы в эти продукты менее чем за неделю теряли более 95% стоимости своих инвестиций. Подробнее об опасности подобных инструментов можно почитать в [«Ведомостях»](#).

ETF с финансовым рычагом/инверсные ETF (leveraged/inverse)

ETF с плечом также отслеживают определенный индекс, только увеличивая его доходность или убыток в несколько раз благодаря встроенному финансовому рычагу. Репликация происходит на базе деривативов и/или использования заемных средств. Инверсные ETF движутся в противоположном отслеживаемому индексу направлении, т. е. если индекс вырастет на 2% за день, то «обратный» ETF с двойным плечом упадет на 4%.

Поскольку размер финансового рычага восстанавливается до заявленного уровня ежедневно, то при более длинном инвестиционном горизонте (более одного дня) результат инвестирования в ETF с плечом 2 не будет соответствовать удвоенной доходности вложений в индекс. Более того, использование финансового рычага приводит к снижению вероятности получения положительной доходности даже на растущем, но высоко волатильном рынке (возникает так называемая проблема volatility drag).

Именно по этой причине финансовые регуляторы по обеим сторонам Атлантического океана крайне негативно относятся к такого рода инвестиционным продуктам и требуют от их провайдеров четко разъяснять связанные с инвестированием риски.

Активные ETF (Active ETF)

По своей природе активные ETF — это обычные активные фонды, готовые к раскрытию информации об инвестиционных активах, завернутые в упаковку ETF. По своей природе они несут в себе проблемы, связанные с активным управлением, — оно просто не работает. При этом в мире наблюдается рост числа таких инструментов, например 25% ETF, выпущенных в 2018 г. в США, оказались активными. Традиционные управляющие, наблюдающие исход инвесторов из традиционных фондов, пытаются переформатировать свои инструменты, предлагая старую песню в новой аранжировке. К счастью, несмотря на рост интереса к дистрибуции стратегий через active ETF, их доля продолжает оставаться ничтожно малой в общем объеме активов под управлением американских ETF (~2% от активов, лишь несколькими из них удалось перешагнуть отметку в 1 млрд долларов).

«Умные» ETF (Smart Beta ETF)

Умные, или Smart Beta ETF, — это ETF, которые вместо классических, взвешенных по капитализации индексов, используют индексы с альтернативными правилами для взвешивания компонент или, другими словами, относятся к категории активных инвестиционных продуктов. Адепты «умных» индексов утверждают, что подход, основанный на капитализации, приводит к переоценке активов. Взамен они предлагают взвешивать компании в индексах на основе других факторов: фундаментальных, дивидендов, статистических свойств (например, волатильности). Правда, такие заявления не находят статистического подтверждения: в среднем результаты работы классических индексов, отражающих все многообразие взглядов (мудрость всего рынка), оказываются в среднем лучше своих «умных» собратьев. Кроме того, все многообразие альтернативных правил может быть описано факторами размера компаний (small minus big), темпов роста (growth minus value) и импульса (momentum). Если все же по какой-то причине инвесторы не верят статистическим данным о преимуществах инвестирования в рыночный портфель, то им стоит посмотреть на базовые «умные» фонды, основанные на этих трех базовых факторах.

Наш совет перед началом инвестирования вспомнить, что если есть «умные» ETF, то должны быть и «глупые», и эффективного инструментария для того, чтобы отделить «умных» от «глупых» пока не придумано.

ETF с валютным хеджем (Currency Hedge ETF)

При покупке акций ETF, номинированного в иностранной валюте, инвестор берет на себя валютные риски, связанные с укреплением или ослаблением курса к домашней валюте инвестора. Для того чтобы нивелировать эти риски и закрепить доходность базового актива в другой валюте, существуют ETF с захеджированными классами акций. На данный момент рынок ETF с валютным хеджированием оценивается в 40 млрд долларов. Подробнее о том, как работает механизм валютного хеджирования, читайте [тут](#).

Как получить доступ к ETF через российского брокера

Для приобретения ETF на Московской бирже достаточно просто открыть брокерский счет через любого российского брокера. Далее через программу QUIK или приложение брокера просто выбираете нужный фонд и даете брокеру указание о покупке.

Российский частный инвестор может приобретать ETF как на обычный брокерский счет, так и на индивидуальные инвестиционные счета (ИИСы), которые предоставляют налоговые вычеты. Почитайте подробнее, если вам это [интересно](#).

Почему институциональные инвесторы активно используют ETF

По данным Greenwich Associates, на конец 2018 года доля ETF в портфелях институциональных инвесторов США за год увеличилась с 19% до 25%. Такой рост, по мнению аналитиков Greenwich, обусловлен миграцией активов институциональных инвесторов из активных фондов в пассивные. При этом цели использования могут быть совершенно разными. Так, 72% опрошенных используют ETF для тактической аллокации, 56% — для международной диверсификации, 68% — в качестве основной аллокации портфеля, а 54% — для управления ликвидностью. Основной причиной использования ETF институциональные инвесторы называют их простоту в использовании, низкие комиссии, ликвидность и легкий доступ к различным рынкам и активам.