ДВОЙНАЯ ИГРА

РОССИЯ ЯВЛЯЕТСЯ ОДНОЙ ИЗ НЕМНОГИХ СТРАН МИРА, ГДЕ ИНВЕСТОРЫ ОРИЕНТИРУЮТСЯ СРАЗУ НА ДВА ОСНОВНЫХ ИНДИКАТОРА ФОНДОВОГО РЫНКА. ПРИЧИНЫ ТАКОГО ПОЛОЖЕНИЯ ДЕЛ АНАЛИЗИРУЕТ ЗАМЕСТИТЕЛЬ ДИРЕКТОРА КОМПАНИИ «ИНТЕРФАКС-ЦЭА» ВИКТОР КОНОВАЛОВ.

Фондовые индексы являются неотъемлемой частью любого фондового рынка. За их динамикой наблюдают миллионы инвесторов, их значения публикуют все финансовые издания. И хотя в мире насчитывается несколько тысяч разного рода фондовых индикаторов, рассчитываемых разными компаниями и специализированными агентствами, тем не менее наиболее известными и популярными становятся считанные единицы.

Несмотря на то что российский фондовый рынок имеет не такую уж долгую историю — регулярные торги акциями проводятся меньше 15 лет, фондовых индексов на нашем рынке было достаточно много. Однако до сегодняшнего дня дожили не все. Наиболее известными в России являются индексы, рассчитываемые двумя основными биржевыми площадками — фондовыми биржами РТС и ММВБ. Кроме того, большой популярностью у иностранных инвесторов пользуются индексы, рассчитываемые по российскому рынку компанией Morgan Stanley Capital International и агентством Standard & Poor's.

НЕОДНОЗНАЧНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ Все, кто когда-либо пытался вложить свои деньги в те или иные ценные бумаги, задавали себе массу вопросов, начиная с того, какие именно ценные бумаги покупать, какую прибыль от инвестиций можно ожидать, и заканчивая оценкой риска потери своих сбережений. Одним из помощников при ответах, по крайней мере, на часть этих вопросов служит рыночный фондовый индекс. Во-первых, сам состав или список индекса подскажет инвестору наиболее популярные и ликвидные на рынке ценные бумаги; а во-вторых, на основе анализа динамики индекса можно сделать вывод о среднем показателе доходности вложений в ценные бумаги.

В мире существует много организаций, которые рассчитывают фондовые индексы. При этом можно выделить несколько наиболее важных отличительных индексных характеристик. К ним, в частности, относятся список включенных в индекс ценных бумаг, метод усреднения ценовых показателей, тип весовых коэффициентов, базисное значение индекса. Самыми популярными в мире считаются индексы, рассчитываемые агентствами Dow Jones и Standard & Poor's. Помимо этих двух организаций большую известность получили индексы, рассчитываемые крупнейшими фондовыми биржами (в частности, Нью-Йоркской, Американской, Лондонской, Берлинской), а также индексы, рассчитываемые крупными международными корпорациями (к примеру, компанией Morgan Stanley Capital International).

Состав индексов и методика их расчета весьма важны для рынка, поскольку в соответствии с ними портфельные менеджеры многих фондов строят собственную инвестиционную стратегию. Такие фонды (называемые также индексными) имеют аналогичную индексам структуру активов, поэтому их управляющие постоянно следят за составом выбранного в качестве ориентира индекса и долями той или иной акции в нем. Индексные фонды представляют собой вид пассивного инвестирования, когда влияние управляющего активами сводится к минимуму: выбор активов и их доли в инвестиционном портфеле диктуются выбранным эталонным индексом. Конечно, управляющий в определенной степени может отступать от четко определенных цифр, но эти отступления жестко контролируются и не могут превышать заранее установленных ограничений.

В противовес пассивному инвестированию существует другой тип стратегии, называемый активным инвестированием, где управляющему активами предоставляется достаточно много свобод в плане выбора активов и распределения их долей. Но даже в этом случае для того, чтобы оценить работу управляющего, выбирается эталонный индикатор, то есть если доходность активно управляемого инвестиционного портфеля превысила прирост эталона, значит, управляющий сработал хорошо. В противном случае его работа может быть оценена как неудовлетворительная, ведь без привлечения управляющего можно было бы заработать больше, тупо инвестируя «в индекс».

Немаловажную роль фондовые индексы играют и на рынке срочных контрактов. Фьючерсы и опционы на фондовые индексы являются очень популярным инструментом на западных фондовых площадках, позволяющим инвесторам, с одной стороны, производить хеджирование (страхование) позиций на рынке базовых активов (акций), а с другой стороны, осуществлять активные спекулятивные операции. В России в силу ряда объективных причин (прежде всего законодательного характера) срочные сделки пока еще не так популярны, как на Западе, но тем не менее даже в существующих условиях ряд участников рынка активно используют срочные индексные контракты в качестве хеджирующего инструмента.

Большинство мировых фондовых индексов строится по так называемому капитализационному принципу, в основе которого лежит вычисление рыночной стоимости (капитализации) ценных бумаг, включенных в индекс. Само же значение индекса представляет собой отношение двух рыночных стоимостей — текущей и базовой. Последняя является капитализацией акций, вычисленной в один выбранный фиксированный день, называемый базовым днем. Начальное значение индекса в базовый день в большинстве случаев принимается за 100 пунктов, иногда за 1000 пунктов (очень редко — когда базовое значение фондового индекса отличается от двух вышеназванных значений, но такое тоже бывает). Для российских фондовых индексов РТС и ММВБ базовое значение принято за 100.

Стоит отметить, что долгое время под рыночной капитализацией аналитики подразумевали обычное произведение стоимости одной акции на их общее количество. И такая модель довольно хорошо работает для развитых стран, таких как, к примеру, США, где доля акций среднестатистической компании, находящихся в свободном обращении, составляет порядка 80–90%. Первоначально такая схема расчета капитализации ценных бумаг применялась и для многих развивающихся стран, в том числе России. Однако затем было замечено, что такой подход не вполне справедлив, поскольку приводит к искусственному завышению рыночной капитализации одних акций и занижению стоимости других. А все дело в том, что для развивающихся стран характерен относительно низкий средний уровень объема ценных бумаг в свободном обращении (free-float). Для России он составляет в среднем чуть больше 30%. И причин тому достаточно много. Это и большая доля государства в капитале компаний, и чрезмерная кон-

ПРЯМАЯ РЕЧЬ ВЫ НА КАКИЕ ИНДЕКСЫ ОРИЕНТИРУЕТЕСЬ?

Антон Ляшедько,
ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ДИРЕКТОР УК «АК БАРС КАПИТАЛ»:
— В линейке ПИФов УК «Ак барс капитал» два индексных фонда: «Ак барс — индекс ММВБ» и первый в России индексный облигационный фонд «Индекс RUXCbonds». «Ак барс — индекс ММВБ» — фонд акций, он ориентирован на широко известный инвесторам индекс ММВБ. По нашему мнению, этот индекс достаточно диверсифицирован, адекватно отражает рыночное состояние фондового рынка и оптимален для создания фонда. Таким образом, пайщики этого ПИФа получают прозрачный ликвидный инструмент, который легко поддается анализу и, насколько это возможно, прогнозируем. Облигационный индекс RUXCbonds принадлежит «Интерфаксу», и в его создании принимали участие и наши специалисты. Причины включения его в список ориентиров для индексного фонда такие же, как и для индексного фонда акций: диверсифицированность, ликвидность и популярность у инвесторов.

Сергей Дорогавцев,
ПОРТФЕЛЬНЫЙ УПРАВЛЯЮЩИЙ УК «ФИНАМ МЕНЕДЖМЕНТ»:
— При формировании структуры паевого инвестиционного фонда «Финам индекс ММВБ» мы взяли за ориентир индекс ММВБ. Почему взяли именно индекс ММВБ, а не РТС? Сделано это было по той простой причине, что на момент создания фонда — а было это несколько лет назад — в индекс ММВБ входило гораздо меньше бумаг, чем в индекс РТС, и ликвидность их была гораздо выше. Следовательно, повторить индекс ММВБ гораздо проще чисто технически. Кроме того, индекс ММВБ является индикатором настроения именно частных инвесторов, которые являются основой нашей клиентской базы. Соответственно, именно этот индекс им более понятен, так как они привыкли работать именно через фондовую биржу ММВБ.

Николай Ненашев,
ЗАМЕСТИТЕЛЬ ГЕНЕРАЛЬНОГО ДИРЕКТОРА НАЦИОНАЛЬНОЙ УПРАВЛЯЮЩЕЙ КОМПАНИИ:
— Мы ориентируемся на достаточно экзотический индекс ликвидных облигаций ZETBI Composite. Этот индекс рассчитывается банком «Зенит» и состоит из 10 наиболее ликвидных корпоративных облигаций. Когда мы формировали фонд полтора года тому назад, идея индексного инвестирования нам показалась очень интересной. Прежде всего потому, что при индексном инвестировании фонд формируется из самого надежного пакета 10–15 ценных бумаг. Потенциальный инвестор уже заранее видит, куда управляющий вложит его деньги. Но, к сожалению, идея себя не совсем оправдала. Оказалось, что этот индексный фонд не совсем интересен инвесторам и для нас нерентабелен. Мы ожидали привлечь в него существенно больше средств, чем привлекли. Из-за этого было принято решение его видоизменить. Мы зарегистрировали в ФСФР новые правила, благодаря которым индексный фонд перейдет в категорию смешанных инвестиций.

Дмитрий Камболин,
ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ДИРЕКТОР УК «ТОР ФИНАНС»:
— Вообще, индекс — это условная величина. Ориентируются часто на то, что лучше известно. Мы также сделали ставку на популярность. В тот момент, когда мы раздумывали над выбором, индекс РТС был наиболее заметным индикатором на российском фондовом рынке. К тому же он ориентирован на иностранных инвесторов. Мы предполагаем, что со временем инвесторами нашего фонда станут западные инвесторы, а им индекс РТС известен гораздо лучше, чем индекс ММВБ. Популярности индексу РТС добавит и совместный проект биржи с международным индексным агентством Standard & Poor's. А это, на наш взгляд, должно привлечь к российскому индексу внимание большего количества иностранных инвесторов.

Сергей Малыгин,
УПРАВЛЯЮЩИЙ УК «БРОКЕРКРЕДИТСЕРВИС»:
— На данный момент у нас есть несколько фондов, которые привязаны к ряду широко известных индексов. Фонд «Индекс ММВБ» отслеживает поведение индекса ММВБ, используя полуактивную стратегию, то есть, согласно правилам фонда, мы привязаны к весам бумаг, входящих в индекс ММВБ, но можем отклоняться, согласно законодательным ограничениям, в пределах 3% от веса индекса, если видим в этом необходимость. Выбрали этот индекс в качестве эталона, так как на момент создания ПИФа ценные бумаги, которые входили в индекс ММВБ, были наиболее ликвидными. При отборе бумаг в фонды широкого рынка — как акций, так и облигаций — мы не используем индексы в явном виде, но при оценке собственных действий пользуемся для фонда акций индексом РТС, учитывая поправку на валютную переоценку, и купонным индексом облигаций ММВБ для фонда облигаций, а также композитным индексом, составленным из этих двух индексов.

Роман Петухов,
УПРАВЛЯЮЩИЙ ДИРЕКТОР КОМПАНИИ «УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ ПСБ»:
— Первые индексные фонды могли ориентироваться только на индекс ММВБ. Это было связано с тем, что нормативы ФСФР ограничивали максимальную долю эмитента в портфеле фонда. Если бы тогда создавались фонды на базе индекса РТС, то управляющие нарушили бы эти требования, так как вес некоторых эмитентов в индексе РТС превышал установленные ФСФР нормативы. В настоящее время препятствия для формирования фондов на базе индекса РТС устранены. Правда, сейчас в состав индекса ММВБ входит меньшее количество эмитентов, ликвидность акций более высокая, чем в индексе РТС, следовательно, воспроизвести индекс ММВБ в портфеле фонда легче, что обеспечивает более качественное управление.

Андрей Килин,
ПОРТФЕЛЬНЫЙ УПРАВЛЯЮЩИЙ УК «АЛЬФА-КАПИТАЛ»:
— Индекс РТС состоит из порядка 50 акций, при этом многие из них с мизерным весом. Эта распыленность только добавляет проблем управляющим. В связи с этим возникает вопрос уместности такой диверсификации. Индекс ММВБ более удобный для ориентирования, так как в нем меньше бумаг, он более концентрирован. К тому же это основная биржевая площадка с большим, чем на РТС, объемом ежедневно проводимых сделок с акциями. Преимущество индекса РТС в его раскрученности. Но с точки зрения отражения динамики рынка индекс ММВБ значительно более репрезентативен.

Надир Усманов,
НАЧАЛЬНИК ОТДЕЛА ИНВЕСТИЦИЙ ЗАО «СОЛИД МЕНЕДЖМЕНТ»:
— При формировании индексного фонда «Солид — индекс ММВБ» было принято решение выбрать индекс ММВБ из-за большей ликвидности, чем у индекса РТС. Работа с индексом ММВБ позволяет нам получать достоверную информацию с биржи ежесекундно, что выгодно его отличает от индекса РТС. При резких колебаниях рынка можно легко наблюдать такую ситуацию, когда индекс ММВБ падает или растет почти на 1%, а индекс РТС в это время остается без изменений. Помимо этого в базу расчета индекса ММВБ входят 18 обыкновенных ценных бумаг крупнейших и самых надежных эмитентов. Доходность от вложений в индексный ПИФ зависит не столько от акций конкретных компаний, сколько от роста рынка в целом. Основная же задача управляющего фондом состоит в том, чтобы четко соблюдать выбранный индекс и в рамках инвестиционной декларации увеличивать долю акций в портфеле, котировки которых растут, и продавать акции тех эмитентов, чья стоимость снижается.

Арен Апикян,
ЗАМЕСТИТЕЛЬ ГЕНЕРАЛЬНОГО ДИРЕКТОРА «ВТБ УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ»:
— Что касается индексного фонда «ВТБ — индекс ММВБ», то он нам достался в наследство от УК «Монтес Аури». Мы не выби-