

УДК 336.763.4

**Легкоступов Иван Дмитриевич,**  
студент,  
Институт экономики и управления,  
ФГАОУ ВО «Уральский федеральный университет имени первого Президента  
России Б. Н. Ельцина»  
г. Екатеринбург, Россия

**Фрайс Вероника Эдуардовна,**  
старший преподаватель,  
кафедра финансов, денежного обращения и кредита,  
Институт экономики и управления,  
ФГАОУ ВО «Уральский федеральный университет имени первого Президента  
России Б. Н. Ельцина»  
г. Екатеринбург, Россия

## **СРАВНИТЕЛЬНАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ETF-ФОНДОВ И БИРЖЕВЫХ ПАЕВЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ**

### *Аннотация:*

В статье рассмотрены качественные отличия ETF-фондов и биржевых паевых инвестиционных фондов (БПИФ), касающиеся их управления и регулирования. Также приведена оценка эффективности и общей доходности каждого инструмента на среднесрочном временном горизонте. Целью работы является выяснить, насколько конкурентоспособны российские БПИФы по сравнению с ETF.

### *Ключевые слова:*

Инвестиции, инвестиционный фонд, ETF, БПИФ, Московская биржа, ошибка слежения, разница слежения.

17 сентября 2018 г. на Московской бирже стартовали торги по первому в России биржевому паевому инвестиционному фонду (БПИФ), созданному Сбербанком и следующему за индексом МосБиржи полной доходности «брутто» [1]. Это событие ознаменовало начало бурного развития индустрии БПИФов в России. На данный момент на МосБирже представлено уже 42 БПИФа [2]. Инструмент по праву можно назвать достаточно молодым и новым для российского инвестиционного сообщества. Резкий взлет его популярности можно объяснить тем, что на западе ETF-фонды (Exchanged Traded Fund) – аналоги БПИФов – успешно функционируют на протяжении 30 лет – с момента запуска фонда «Toronto 35 Index® Participation» на фондовой бирже Торонто [3].

ETF-фонды – это торгуемые на фондовой бирже в виде обыкновенных акций инвестиционные фонды, вкладывающие средства в различные классы активов. Наиболее распространены ETF-фонды, которые отслеживают фондовые индексы, отражающие динамику цен на корзину схожих активов из одного сектора/страны. Например, индекс S&P500 отражает динамику капитализации 505 самых крупных и известных компаний США. За последние 10 лет индекс вырос более чем в 3 раза, что свидетельствует о трехкратном увеличении капитализации ключевых американских компаний. Индексное инвестирование получило широкое признание прежде всего благодаря возможности купить «весь рынок целиком», то есть максимально диверсифицировать инвестиционный портфель. В данном контексте ETF-фонды стали своего рода провайдерами, взявшими на себя обязанности по покупке и продаже необходимых активов в соответствии с составом индекса-бенчмарка.

Таким образом, количество ETF-фондов на протяжении долгого времени неуклонно растет вместе с числом активов, которыми они управляют (рисунок 1). Наиболее крупными мировыми ETF-провайдерами являются: iShares, Vanguard, State Street Global Advisors и Invesco (таблица 1).

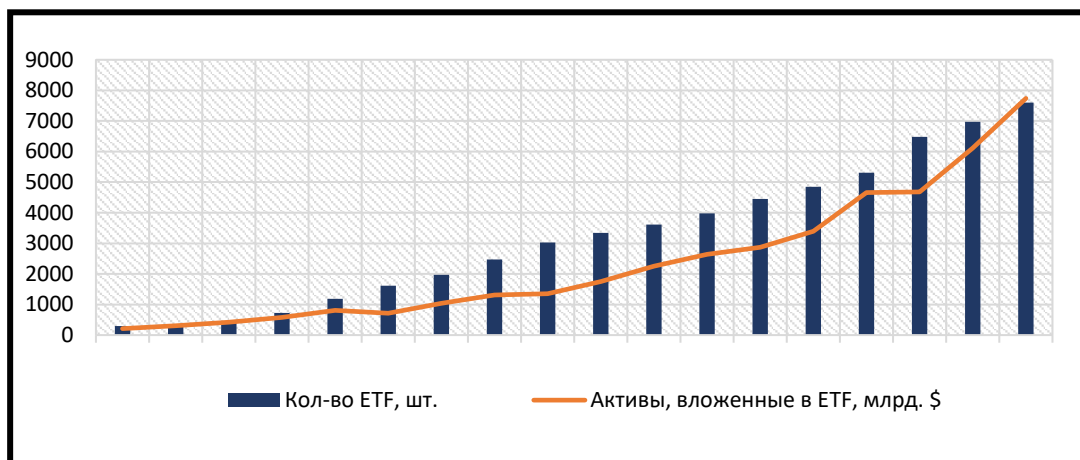


Рисунок 1 - Динамика развития ETF-фондов в мировом масштабе [4]

Таблица 1 – Крупнейшие ETF-фонды [5]

Тикер	Название ETF-фонда	Активы под управлением, млрд. \$
SPY	SPDR S&P 500 ETF	348,742
IVV	iShares Core S&P 500 ETF	261,940
VTI	Vanguard Total Stock Market ETF	224,201
VOO	Vanguard S&P 500 ETF	205,575
QQQ	Invesco QQQ	154,892

Всеобщая популярность ETF-фондов подтолкнула российских эмитентов к созданию биржевых паевых инвестиционных фондов, которые схожи с ETF по функциям, однако имеют некоторые отличительные черты, связанные с регулированием, ценообразованием и точностью следования заявленному бенчмарку (таблица 2).

Таблица 2 – Качественная характеристика ETF-фондов и БПИФов [6]

Критерии сравнения	ETF	БПИФ
Контроль за активами и сделками фонда	Осуществляется независимыми участниками рынка: кастодианом и администратором. Основная обязанность кастодиана – обеспечение сохранности активов фонда. Кастодиан отвечает за них своим имуществом. Структурно кастодианы обычно являются банками и, соответственно, надзор за ними осуществляют банковские регуляторы. Администратор, в свою очередь, ведет учет активов фонда, а также ежедневно публикует	Контроль осуществляется спецдепозитарием, который может быть аффилирован с управляющей компанией. В отличие от ETF, менеджеры заранее не согласовывают каждую сделку с регулятором, а направляют данные о покупке постфактум. Совета

	данную информацию. Оба регулятора контролируют деятельность фонда и следят за тем, чтобы менеджеры следовали заявленной инвестиционной стратегии и действовали в рамках законодательства. При этом администратор и кастодиан являются независимыми как от фонда, так и от управляющей компании / инвестиционного менеджера, и в случае выявления каких бы то ни было проблем в работе фонда рапортуют напрямую совету директоров фонда, большинство в котором составляют независимые директора, и регуляторам финансового рынка.	директоров, защищающего интересы инвесторов, нет.
Прозрачность инвестиционного портфеля фонда	Информация о составе активов публикуется ежедневно.	Информация актуализируется раз в квартал.
Возможность подписки/погашения в натуре (in-kind)	Есть возможность купить/продать акции ETF-фонда путем продажи/покупки базовых активов фонда. Например, если инвестор желает получить акции фонда, он может расплатиться как денежными средствами, так и активами, которые состоят в структуре фонда.	Данная возможность отсутствует.
Ценообразование и ликвидность на бирже	Ключевым элементом ценообразования на бирже служит независимый маркетмейкер, который покупает и продает акции ETF и базовые активы таким образом, чтобы стоимость акций ETF объективно и точно отражала стоимость чистых активов фонда.	Как правило, маркетмейкер БПИФа — это аффилированный с управляющей компанией банк/брокер, являющийся по совместительству уполномоченным участником БПИФ.
Точность следования заявленному индексу	Обеспечивается кастодианом и администратором, вследствие чего у ETF-фондов ошибка слежения и разница слежения значительно ниже.	БПИФы не обязаны точно следовать заявленной стратегии. Для них допустимо отклонение от индекса. Ошибка и разница слежения выше, чем у ETF-фондов.

Ключевыми показателями эффективности работы индексных фондов служат ошибка слежения и разница слежения.

Ошибка слежения рассчитывается как стандартное отклонение цены фонда (стоимости его чистых активов) от значения индекса-бенчмарка. Она призвана оценить, насколько точно движения цены фонда соотносятся с изменениями индекса, то есть достаточно ли успешно фонд копирует индекс-бенчмарк. Ошибка слежения возникает в силу действия следующих факторов [7].

1. В то время как фонды несут определенные издержки, связанные с управлением, и взимают комиссию за свою работу, индексы управляются автоматически, без каких-либо затрат.
2. При покупке неликвидных бумаг цена, по которой фонд покупает актив, может серьезно отличаться от цены, заложенной в индексе из-за высокого спреда между ценой спроса

и предложения. В случае с ликвидными активами фонд также может приобрести бумагу по цене, отличной от той, что заложена в индексе, из-за разницы во времени покупки или высокой волатильности.

3. Зачастую инвестиционный фонд, приобретая неликвидные бумаги, невольно поднимает их цену из-за своей активности. По этой причине фонду приходится докупать дополнительные ликвидные активы, чтобы сохранить общий баланс и заодно повысить ликвидность самого фонда.

4. В большинстве случаев фонды реинвестируют полученную прибыль и дивиденды, однако делают это с небольшим временным лагом, что также может отразиться на ошибке слежения.

Разница слежения, в свою очередь, в отличие от ошибки слежения показывает то, насколько доходность фонда отличается от суммарного изменения индекса за период. Например, при пятилетней доходности фонда в 100% и 105%-ой доходности индекса-бенчмарка за тот же период разница слежения будет составлять -5 процентных пунктов. Причины появления разницы слежения аналогичны причинам возникновения ошибки слежения.

Ошибка слежения и разница слежения неизбежно влияют на доходность как ETF-фондов, так и БПИФов. Однако степень этого влияния рознится между двумя инструментами (таблица 3).

Таблица 3 – Сравнительная характеристика эффективности БПИФов и ETF-фондов

Направление инвестирования	Название инструмента	Тикер	Тип фонда	Индекс-ориентир	Способ репликации	Долларовая (чистая) доходность за 1,5 года, %	Изменение индекса, %	Разница слежения (Tracking Difference), п. п.	Ошибка слежения (Tracking Error), %
Американский рынок акций	FinEx USA UCITS	FXUS	ETF	Solactive GBS United States Large & Mid Cap Index NTR	Физический	33,53	35,80	-2,28	0,01
	Сбер – S&P 500	SBSP	БПИФ	S&P 500 Net Total Return	Физический	29,66	35,56	-5,90	0,59
	Альфа-Капитал S&P 500	AKSP	БПИФ	S&P 500 Net Total Return	Фонд фондов	31,52	35,56	-4,04	1,53
	ВТБ - Фонд Акции американских компаний	VTBA	БПИФ	S&P 500 Net Total Return	Фонд фондов	28,14	35,56	-7,42	1,85
Направление инвестирования	Название инструмента	Тикер	Тип фонда	Индекс-ориентир	Способ репликации	Долларовая (чистая) доходность за 2 года, %	Изменение индекса, %	Разница слежения (Tracking Difference), п. п.	Ошибка слежения (Tracking Error), %
Акции технологического сектора	FinEx USA Information Technology UCITS	FXIT	ETF	Solactive US Large & Mid Cap Technology Index NTR	Физический	79,77	80,44	-0,68	0,20

	Альфа-Капитал - Технологии 100	AKNX	БПИФ	Nasdaq-100 Index	Фонд фон-дов	73,01	75,90	-2,89	1,98
Направление инве-стирования	Название инстру-мента	Тикер	Тип фонда	Индекс-ориентир	Способ ре-пликации	Доходность за 2 года (долларовая для FXRL, рублевая - для SBMX), %	Изме-нение ин-декса, %	Разница слежения (Tracking Difference), п. п.	Ошибка слежения (Tracking Error), %
Российский рынок акций	FinEx Russian RTS Equity UCITS	FXRL	ETF	Индекс РТС	Физический	34,37	36,14	-1,77	0,36
	Сбербанк - Индекс МосБиржи полной до-ходности "брутто"	SBMX	БПИФ	Индекс МосБиржи	Физический	56,58	59,41	-2,82	0,42

Для сравнения эффективности работы ETF-фондов и БПИФов было взято 3 сектора, в которые инвестируют данные организации: американский рынок акций; акции технологического сектора и российский рынок акций. Все отобранные фонды осуществляют свою деятельность на протяжении достаточно длительного периода. Для каждого инвестиционного фонда представлены: индекс-бенчмарк (индекс, которому фонд следует); способ репликации, который указывает на то, каким образом фонд копирует состав активов из индекса, с помощью физической покупки каждой бумаги или с помощью приобретения акций другого фонда, отслеживающего тот же индекс; доходность за определенный промежуток времени; изменение значения индекса за тот же период; разница слежения и ошибка слежения. Ошибка слежения была рассчитана как недельное стандартное отклонение разницы между доходностью фонда и изменением индекса. Разница слежения – как разность между итоговой доходностью фонда и процентным изменением индекса.

Основными фондами, отслеживающими американский рынок акций, являются ETF от FinEx, а также БПИФы от Сбера, Альфа-Капитал и ВТБ. Примечательно, что FXUS следует не за привычным индексом полной доходности S&P 500, как остальные фонды, а за индексом от немецкой организации Solactive. Согласно расчетным данным ETF-фонд гораздо лучше копирует заявленный индекс, нежели БПИФы, у которых как ошибка, так и разница слежения намного выше, а итоговая доходность, соответственно, ниже.

В акции технологического сектора инвестируют фонды «FinEx USA Information Technology UCITS» и «Альфа-Капитал - Технологии 100», первый из которых относится к ETF, а второй – к БПИФам. Как и в предыдущем примере, ошибка и разница слежения у ETF-фонда ниже, чем у БПИФа. Также интересно отметить, что индекс от Solactive, которого придерживается фонд от FinEx, за рассматриваемый период прибавил на 4,54 п. п. больше, чем распространенный Nasdaq-100, являющийся ориентиром для фонда от Альфа-Капитал, что, безоговорочно, повлияло на общий результат ETF-фонда.

Рынок российских акций представлен в БПИФе от Сбербанка, который повторяет индекс Мосбиржи, и ETF от FinEx, бенчмарком для которого служит индекс РТС. Как индекс Мосбиржи, так и индекс РТС отслеживают динамику котировок российских акций, однако первый индекс делает это в рублях, а второй – в долларах. Данный факт необходимо учитывать при оценке доходности фондов, которые следуют этим индексам. Разница и ошибка слежения у ETF-фонда снова ниже, чем у БПИФа, что указывает на более точную репликацию индекса со стороны ETF.

Российские БПИФы представляют собой весьма не однозначный аналог западных ETF-

фондов. Прежде всего, качественные отличия, которые связаны с менее строгим контролем за инвестиционной деятельностью, отсутствием полной прозрачности портфеля и своеобразным ценообразованием, негативно влияют на эффективность БПИФов. Высокие ошибки и разница слежения делают БПИФы менее доходным инструментом, вследствие чего многие инвесторы закономерно отдают предпочтение ETF-фондам.

## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Сбербанк представил новый инструмент для инвесторов [Электронный ресурс] // Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2018/09/17/781055-sberbank-investorov> (дата обращения 03.04.2021)
2. Официальный сайт Московской биржи [Электронный ресурс] // Режим доступа: <https://www.moex.com/> (дата обращения 21.03.2021)
3. Биржевой инвестиционный фонд (ETF): эволюция, виды, сравнительный анализ с взаимными фондами [Электронный ресурс] // Режим доступа: <https://cyberleninka.ru/article/n/birzhevoy-investitsionnyy-fond-etf-evolyutsiya-vidy-sravnitelnyy-analiz-s-vzaimnymi-fondami/viewer> (дата обращения 02.04.2021)
4. Официальный сайт исследовательской компании ETFGI [Электронный ресурс] // Режим доступа: <https://etfgi.com/> (дата обращения 08.04.2021)
5. Largest ETFs: Top 100 ETFs By Assets [Электронный ресурс] // Режим доступа: <https://etfdb.com/compare/market-cap/> (дата обращения 08.04.2021)
6. ETF vs БПИФ [Электронный ресурс] // Режим доступа: <https://etfdb.com/compare/market-cap/> (дата обращения 01.04.2021)
7. On The Right Track: Measuring Tracking Efficiency in ETFs [Электронный ресурс] // Режим доступа: [https://asiaapi.morningstar.com/ods\\_images/2013Feb\\_Measuring\\_Tracking\\_Efficiency.pdf](https://asiaapi.morningstar.com/ods_images/2013Feb_Measuring_Tracking_Efficiency.pdf) (дата обращения 25.03.2021)
8. Рассчитано по данным investing.com [Электронный ресурс] // Режим доступа: <https://ru.investing.com/> (дата обращения 01.04.2021)

**Frais Veronika Eduardovna,**

Senior lecturer,

Graduate School of Economics and Management,

Ural Federal University named after the first President of Russia Boris Yeltsin  
Ekaterinburg, Russia

**Ivan Legkostupov,**

Student,

Graduate School of Economics and Management,

Ural Federal University named after the first President of Russia Boris Yeltsin  
Ekaterinburg, Russia

## A COMPARATIVE ANALYSIS OF ETF-FUNDS AND EXCHANGED MUTUAL INVESTMENT FUNDS ON THE RUSSIAN MARKET

### *Abstract:*

Qualitative differences in management and regulation between ETF-funds and Exchanged mutual investment funds are analyzed in the article. In addition, an efficiency and returns of each instrument are measured. This research is supposed to define whether Russian Exchanged mutual investment funds are competitive with ETFs.

### *Keywords:*

Investment, mutual funds, ETF, Exchanged mutual investment fund, Moscow Exchange, tracking error, tracking difference.