КНИГИ ПО ИНВЕСТИЦИЯМ



ИНДЕКСНОЕ ИНВЕСТИРОВАНИЕ

индекс Мосбиржи как стратегия

Виталий Гурьев

Виталий Гурьев

Индексное инвестирование: индекс Мосбиржи как стратегия

https://litres.ru/74747338
SelfPub; 2026

Аннотация

Можно годами выбирать лучшие акции, а можно просто купить весь рынок. Индексное инвестирование — стратегия, которая часто обгоняет большинство активных управляющих при минимальных усилиях. Эта книга подробно объясняет, как устроен индекс Мосбиржи: по каким правилам в него включают компании, как рассчитываются веса и почему важно смотреть на индекс полной доходности с учетом дивидендов. Вы увидите, сколько исторически зарабатывали инвесторы на российском рынке и какие просадки им приходилось переживать. Мы разберем стратегию регулярных покупок, выбор фонда на индекс и сравнение комиссий. Это книга для тех, кто хочет инвестировать системно, не тратя часы на анализ отдельных компаний.

AI was used in the preparation of the book.

Содержание

Глава 1. Купить весь рынок 5
Глава 2. Почему профессионалы проигрывают индексу 26
Глава 3. Рождение индекса Мосбиржи 48
Глава 4. Семейство индексов Мосбиржи 69
Глава 5. Пропуск в индекс и правила отбора компаний 91
Конец ознакомительного фрагмента. 106

Виталий Гурьев
Индексное инвестирование: индекс Мосбиржи как стратегия

Эта книга носит исключительно образовательный и информационный характер. Ни одно из её положений не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, предложением купить или продать какой-либо финансовый инструмент, налоговой или юридической консультацией.

Все герои, примеры, расчёты и ставки в книге вымышлены или приведены для иллюстрации. Упоминания реальных компаний не являются рекламой или оценкой их текущей деятельности. Требования Банка России, правила биржи и налоговые нормы изложены по состоянию на момент написания книги и могут измениться.

Перед любым решением сверяйтесь с актуальными документами эмитента и нормативными актами, а при необходимости консультируйтесь со специалистом. Инвестиции связаны с риском, включая потерю части или всего вложенного капитала, и решения о вложении денег вы принимаете самостоятельно и под свою ответственность.

Глава 1. Купить весь рынок

Осенним вечером Ольга сидит на кухне своей самарской квартиры и в третий раз открывает приложение брокера. На экране всё та же цифра, к которой она никак не может привыкнуть. Весной 2021 года она вложила 200 000 рублей в акции одной компании, о которой с восторгом писали в чате в мессенджере, а теперь от этой суммы осталось около 120 000 рублей. Ей тридцать четыре года, она преподаёт английский в школе и проверяет тетради быстрее, чем разбирается в отчётности эмитентов. Больше всего её мучает даже не потеря денег, а ощущение, что она играла в игру, правил которой не понимала.

В тот же вечер ей звонит двоюродный брат Денис из Екатеринбурга. Ему двадцать девять лет, он инженер-логист, и инвестиции для него давно стали чем-то вроде любимого спорта. У Дениса восемь разных акций на 500 000 рублей, он читает отчёты компаний в обеденный перерыв и любит рассказывать, как удачно купил очередную бумагу перед ростом. Ольга жалуется ему на свою неудачу и слышит в ответ уверенный совет научиться выбирать акции правильно. Она кладёт трубку и думает, что у неё нет ни времени, ни желания превращать каждый вечер в изучение биржевых новостей.

Эти двое будут сопровождать нас на протяжении всей

книги. Ольга выберет путь, который кажется скучным и даже немного ленивым, а Денис ещё долго будет с ней спорить. Скорее всего, вы узнаете себя в ком-то из них, а может быть, и в обоих сразу. Многие начинающие инвесторы проходят именно этот маршрут, сначала азарт и вера в собственную проницательность, потом разочарование и поиск более спокойного способа. Цель этой книги в том, чтобы показать вам этот спокойный способ во всех подробностях, вместе с его сильными сторонами и честно названными ограничениями.

Представьте себе огромный стог сена, в котором спрятано несколько иголок. Иголки здесь означают акции, которые в будущем вырастут в разы, а сено означает все остальные бумаги рынка. Большинство инвесторов тратят годы на то, чтобы найти эти иголки, перебирая стог соломинка за соломинкой. Основатель индексного инвестирования Джон Богл предлагал совсем другой подход, который сформулировал примерно так: не ищите иголку в стоге сена, просто купите весь стог. Тогда все иголки, сколько бы их там ни было, гарантированно окажутся у вас.

В этой метафоре заключается вся суть стратегии, которой посвящена книга. Вы перестаёте угадывать, какая компания станет следующим лидером роста, и вместо этого покупаете долю во всех крупных компаниях страны сразу. Вам не нужно знать, какая из них окажется лучшей, потому что лучшая в любом случае будет в вашем портфеле. Вместе с ней в портфеле окажутся и худшие, но их влияние будет ограни-

чено небольшой долей каждой отдельной бумаги. Результат такого портфеля будет примерно равен результату рынка в целом, не больше и не меньше.

Чтобы почувствовать силу этой метафоры, проведём небольшой мысленный эксперимент. Допустим, на рынке сорок компаний, и вы вкладываете в каждую одинаковую долю, по 2,5% капитала. За несколько лет три компании выросли в пять раз, десять подешевели вдвое, а оставшиеся двадцать семь подорожали на 20%. Три победителя превратят свои 7,5% капитала в 37,5%, десять неудачников оставят от своих 25% лишь 12,5%, а двадцать семь середняков вырастут с 67,5% до 81%. В сумме портфель весь рынок вырастет на 31%, хотя четверть компаний принесла убыток.

Теперь представьте инвестора, который из тех же сорока компаний выбирает пять наугад или по совету знакомых. Простой расчёт показывает, что вероятность не поймать ни одного из трёх победителей при таком выборе составляет около двух третей. Иными словами, в двух случаях из трёх такой инвестор останется без главных источников роста. Его результат будет зависеть от того, сколько неудачников и середняков попадёт в его пятёрку. Покупатель всего стога от этой лотереи избавлен, потому что три победителя у него есть всегда.

Пример с сорока компаниями не выдуман ради красоты, он отражает реальное устройство рынков. Американский профессор финансов Хендрик Бессембиндер в 2018 году

опубликовал исследование, в котором изучил судьбу всех американских акций почти за столетие. Он обнаружил, что весь чистый прирост богатства акционеров по сравнению с краткосрочными государственными бумагами обеспечили около четырёх процентов компаний. Большинство отдельных акций за свою биржевую жизнь показали результат хуже, чем безрисковые бумаги. Рынок в целом рос благодаря небольшой группе выдающихся компаний, которые заранее почти невозможно было угадать.

Из этого исследования следует неожиданный вывод о риске. Обычно кажется, что портфель из нескольких тщательно выбранных акций надёжнее, ведь вы знаете каждую компанию. На деле концентрированный портфель несёт огромный риск пропустить тех немногих победителей, которые и создают доходность рынка. Широкий индекс этот риск устраняет полностью, хотя и не избавляет от общего падения рынка. Получается, что купить весь стог не только проще, но и с точки зрения вероятностей надёжнее.

Первая реакция многих людей на эту идею звучит как разочарование. Получать результат рынка кажется скромной целью, ведь хочется заработать больше других. Денис именно так и ответил Ольге, когда она впервые рассказала ему про индексный подход: зачем довольствоваться средним, если можно быть лучше среднего. В этом вопросе скрывается ловушка, которую мы подробно разберём во второй главе. Пока достаточно заметить, что результат рынка за длинный

срок оказывается выше результата большинства тех, кто пытается его обыграть.

Чтобы двигаться дальше, нам нужно договориться о словах. Индекс в самом простом смысле представляет собой число, которое показывает, как изменилась стоимость определённого набора акций. Его можно сравнить с термометром, который измеряет температуру не одного человека, а всей палаты в больнице. Когда индекс растёт, большинство входящих в него крупных компаний в среднем дорожают. Когда индекс падает, значит, в среднем их акции дешевеют.

Индекс отличается от случайной корзины акций тем, что составляется по строгим и заранее опубликованным правилам. Любой желающий может узнать, какие компании в него входят, почему именно они и в каких пропорциях. Если бы вы сами собрали корзину из десяти понравившихся компаний, это был бы ваш личный выбор, зависящий от ваших симпатий и настроения. Индекс от симпатий не зависит, его составитель действует как бухгалтер, а не как болельщик. Именно эта формальность делает индекс честным измерителем рынка.

Хорошо представить разницу помогает бытовой пример с продуктовой корзиной. Когда статистики считают инфляцию, они не выбирают продукты по вкусу, а берут заранее утверждённый набор товаров в определённых пропорциях. Хлеб, молоко, мясо и бензин входят в этот набор по правилам, которые не меняются от того, что кто-то не любит моло-

ко. Индекс акций устроен похоже, только вместо продуктов в нём компании, а вместо цен на хлеб котировки их акций. Как именно отбираются компании и считаются пропорции, мы подробно разберём в пятой и шестой главах.

Значение индекса измеряется в пунктах, и само по себе это число мало что говорит. Если индекс равен трём тысячам пунктов, это не значит, что какая-то акция стоит три тысячи рублей. Пункты нужны только для того, чтобы сравнивать уровни рынка в разные моменты времени. Если индекс за год вырос с 3 000 до 3 300 пунктов, значит, акции, входящие в него, в среднем подорожали на 10%. Инвестора интересует именно это процентное изменение, а не абсолютная величина в пунктах.

Важно понимать, что сам индекс купить нельзя, ведь это всего лишь число. Купить можно инструмент, который повторяет состав индекса, и тогда ваш капитал будет меняться вместе с ним. Такие инструменты называют индексными фондами, и именно с них началась история пассивного инвестирования. Различные способы следовать за индексом, от фондов до фьючерсов, описаны в четырнадцатой главе. Пока нам важно другое, а именно то, откуда вообще взялась мысль, что следовать за рынком разумнее, чем пытаться его обогнать.

Идея индексного фонда долго существовала только в научных статьях. Экономисты ещё в 1960-е годы замечали, что профессиональные управляющие в среднем не показывают

результатов лучше рынка. Некоторые из них открыто писали, что инвесторам было бы выгоднее просто купить все акции рынка в нужных пропорциях. Нобелевский лауреат Пол Самуэльсон в середине 1970-х годов публично призывал кого-нибудь создать такой фонд для обычных людей. Призыв повис в воздухе, потому что финансовая индустрия зарабатывала именно на обещании превзойти рынок.

Человеком, который превратил идею в продукт, стал Джон Богл. В 1974 году он основал компанию Vanguard, устроенную необычно, ведь она принадлежала самим фондам, которыми управляла, а значит, их пайщикам. В 1976 году компания запустила первый индексный фонд для частных инвесторов, который повторял индекс пятисот крупнейших американских компаний. Организаторы рассчитывали собрать на размещении около 150 миллионов долларов. В реальности удалось привлечь лишь немногим более 11 миллионов, и это выглядело как полный провал.

Необычная структура Vanguard сыграла в этой истории не меньшую роль, чем сама идея индекса. Обычная управляющая компания принадлежит акционерам, которые хотят получать прибыль, а прибыль берётся из комиссий, которые платят пайщики. Получается, что интересы владельцев компании и её клиентов противоположны, ведь первым выгодны высокие комиссии, а вторым низкие. Богл устроил дело так, что компания работала по себестоимости и не должна была зарабатывать для сторонних акционеров. Подробно о

том, как расходы фонда влияют на итоговый капитал, мы поговорим в шестнадцатой главе.

Коллеги по индустрии встретили новинку насмешками. Фонд прозвали «безумием Богла», а в одной из брокерских компаний даже распространяли плакат, где индексное инвестирование называлось недостойным американского духа. Логика критиков была простой: кто согласится на средний результат, если можно нанять профессионала, который сделает лучше. Богл возражал, что профессионал стоит денег, а средний результат без этих затрат почти всегда оказывается выше. Прошли десятилетия, прежде чем его правоту признали даже бывшие противники.

Чтобы понять, почему правота Богла не была случайностью, стоит взглянуть на рынок как на единое целое. Все акции, которые обращаются на бирже, кому-то принадлежат в каждый момент времени. Частные инвесторы, пенсионные фонды, банки, страховые компании и иностранные фонды вместе владеют всем рынком без остатка. Если сложить портфели всех участников, получится в точности портфель, который повторяет рынок целиком. Индексный инвестор просто владеет маленькой копией этого общего портфеля.

Из этого простого наблюдения следует важная вещь. Когда рынок за год вырос на определённую величину, все его участники вместе заработали ровно эту величину, если не учитывать их расходы. Кто-то из них заработал больше, кто-

то меньше, но средний результат совпадает с результатом рынка. Индексный инвестор получает этот средний результат, не участвуя в соревновании за то, кто окажется выше среднего. Почему этот средний результат на практике оказывается лучше, чем у большинства соревнующихся, мы увидим в следующей главе.

Теперь легко провести границу между двумя основными подходами. Активное управление означает, что инвестор или нанятый им профессионал сам решает, какие акции покупать, когда продавать и сколько денег держать в каждой бумаге. Пассивное управление означает, что решения о составе портфеля передаются правилам индекса, а инвестор только следует за ними. Денис относится к первому лагерю, он гордится каждым своим решением и уверен, что его знания дают преимущество. Ольга постепенно переходит во второй лагерь, где главное умение заключается в дисциплине, а не в анализе.

Распространённое заблуждение состоит в том, что пассивный инвестор ленивее или глупее активного. На самом деле разница не в старании, а в том, на что тратится старание. Активный инвестор вкладывает силы в выбор отдельных компаний и угадывание моментов. Пассивный инвестор вкладывает силы в правильное устройство всей системы, то есть в выбор недорогого инструмента, регулярность пополнений и устойчивость к панике. Второе требует не меньше ума, просто это ум другого рода, больше похожий на ум хорошего са-

довника, чем охотника.

Различие подходов хорошо видно на примере путешествия. Активный инвестор похож на водителя, который едет по незнакомому городу без навигатора, постоянно перестраивается, ищет объезды и надеется приехать раньше других. Иногда ему это удаётся, но часто он застревает в переулках и тратит больше бензина. Пассивный инвестор садится в поезд, который идёт по расписанию, и спокойно читает книгу. Поезд не обгонит самого удачливого водителя, зато почти всегда приедет раньше большинства из них.

Слово «пассивный» вообще немного обманчиво. Пассивным здесь является способ выбора бумаг, а не поведение инвестора. Ольге всё равно придётся принимать решения о том, сколько откладывать, какой фонд выбрать, какую часть капитала держать в акциях и как вести себя во время обвалов. Эти решения важнее, чем выбор между двумя нефтяными компаниями, потому что они определяют итог на десятилетия вперёд. Именно им посвящена значительная часть этой книги.

Научной опорой индексного подхода стала гипотеза эффективного рынка, которую в 1960-е годы сформулировал американский экономист Юджин Фама. Её суть сводится к тому, что цены акций быстро учитывают всю доступную публичную информацию. Если компания опубликовала хороший отчёт, её акции дорожают за минуты, задолго до того, как частный инвестор успеет прочитать новость. Зна-

чит, обычному человеку крайне трудно систематически находить недооценённые бумаги, ведь все очевидные возможности уже отражены в цене. В 2013 году Фама получил Нобелевскую премию по экономике во многом за эти работы.

Хорошая аналогия здесь связана с очередями в супермаркете. Когда открывается новая касса, к ней мгновенно бросаются покупатели из соседних очередей, и через минуту все очереди снова становятся примерно одинаковыми. Если вы будете постоянно перебегать от кассы к кассе в поисках самой короткой, вы вряд ли выиграете много времени, а скорее устанете и потеряете своё место. Рынок работает похожим образом, ведь тысячи участников бросаются на каждую выгодную возможность и быстро её устраняют. Стоять в любой очереди спокойно оказывается почти так же быстро и гораздо менее утомительно.

Гипотеза эффективного рынка при этом не является абсолютной истиной, и честно сказать об этом важно. На рынке случаются пузыри, паники и долгие периоды, когда цены явно отрываются от разумных оценок. Психологи и экономисты, изучающие поведенческие финансы, собрали много примеров того, как эмоции толпы искажают цены. Однако из того, что рынок иногда ошибается, вовсе не следует, что конкретный человек способен систематически зарабатывать на этих ошибках. Понять, что цена неправильная, гораздо проще задним числом, чем в тот момент, когда нужно принимать решение.

Сам Фама различал несколько степеней эффективности рынка. Слабая форма означает, что по прошлым ценам и графикам нельзя предсказать будущие цены. Полусильная форма означает, что и публичные новости, отчёты и прогнозы уже отражены в котировках. Сильная форма предполагает, что даже закрытая информация не даёт преимущества, и эту версию сегодня почти никто не защищает. Для индексного инвестора достаточно того, что рынок близок к полусильной форме, то есть чтение новостей и отчётов обычно не даёт устойчивого преимущества.

Российский рынок обычно считают менее эффективным, чем американский. На нём меньше крупных профессиональных участников, многие компании контролируются одним владельцем, а информация иногда доходит до разных инвесторов неравномерно. Казалось бы, это должно давать активным инвесторам больше возможностей. На практике менее эффективный рынок означает не только больше шансов, но и больше ловушек, где неосведомлённый частный инвестор оказывается в роли того, на ком зарабатывают другие. Ольга на собственном опыте узнала, как это бывает, когда купила акцию на волне чужого энтузиазма.

Если индексный подход так хорош, почему его не выбирают все? Ответ кроется не в математике, а в человеческой психологии. Простая стратегия кажется недостаточно умной, ведь мы привыкли думать, что за хороший результат нужно бороться. Сказать друзьям, что вы просто купили

весь рынок и ничего не делаете, гораздо менее интересно, чем рассказать историю удачной сделки. Денис каждый раз, встречаясь с родственниками, рассказывает о своих покупках, и это даёт ему ощущение мастерства и контроля.

Ещё одна психологическая причина связана с тем, как мы воспринимаем бездействие. Когда рынок падает, бездействие ощущается как беспомощность, а желание что-то предпринять становится почти физическим. Когда рынок растёт, хочется купить ту бумагу, которая выросла сильнее всех, а не скучный набор всех компаний сразу. Индексная стратегия требует сопротивляться обоим импульсам, и это гораздо труднее, чем кажется со стороны. Подробно о психологических испытаниях индексного инвестора рассказано в одиннадцатой главе.

Сложность простого хорошо знакома каждому, кто пытался похудеть. Все знают, что нужно меньше есть и больше двигаться, но индустрия чудодейственных диет процветает именно потому, что простой рецепт скучен и требует терпения. Инвестиционная индустрия устроена похоже, она продаёт сложные стратегии, секретные методики и прогнозы, потому что простое решение плохо продаётся. Индексный фонд в этой аналогии похож на совет есть овощи и ходить пешком, он работает, но редко становится темой рекламной кампании. Понимание этого помогает спокойнее относиться к шуму вокруг рынка.

Несмотря на все насмешки, индексные фонды постепенно

завоевали мир. Долгое время они росли медленно, но к концу двадцатого века ими уже пользовались миллионы американцев. В 1993 году на американской бирже появился первый биржевой индексный фонд, который можно было покупать и продавать в течение дня как обычную акцию. Этот формат сделал индексное инвестирование ещё доступнее и дешевле. В двадцать первом веке биржевые фонды распространились по всему миру и стали одним из самых популярных инструментов частных инвесторов.

Масштаб этого роста легко недооценить. По данным отраслевых исследований, к началу 2020-х годов в США в пассивных фондах находилось больше денег, чем в активных фондах акций. Компания, которую основал Богл, стала одной из крупнейших управляющих компаний мира с активами в несколько триллионов долларов. Сам Богл до последних дней оставался сторонником простоты и низких издержек и умер в 2019 году, успев увидеть триумф своей идеи. Знаменитый инвестор Уоррен Баффет публично называл его человеком, который сделал для частных инвесторов больше, чем кто-либо другой.

Интересно, что тот же Баффет, сам будучи одним из самых успешных активных инвесторов в истории, не раз советовал обычным людям покупать именно индексный фонд. В письмах акционерам своей компании он объяснял, что для большинства частных инвесторов недорогой фонд на широкий индекс будет лучшим выбором. Он даже распорядился,

чтобы значительная часть наследства, предназначенного его жене, была вложена именно в такой фонд. Этот пример показывает, что индексный подход не противоречит уважению к анализу компаний. Он просто признаёт, что большинству людей анализ компаний не даёт реального преимущества.

В России путь пассивного инвестирования начался заметно позже. Первые паевые инвестиционные фонды, следующие за индексом российских акций, появились в первой половине 2000-х годов. Долгое время они оставались нишевым продуктом, известным в основном профессионалам. Частные инвесторы в те годы предпочитали банковские вклады, а те, кто приходил на биржу, чаще всего покупали отдельные акции или доверяли деньги активным управляющим. Индексные фонды проигрывали в маркетинге, потому что им нечего было обещать, кроме результата рынка.

Перелом наступил в конце 2010-х годов, когда на Московской бирже появились российские биржевые паевые фонды. Одновременно резко выросло число частных инвесторов, которых привлекли снижение ставок по вкладам, удобные мобильные приложения брокеров и налоговые льготы. К началу 2020-х годов брокерские счета открыли миллионы россиян. Многие из новичков начинали именно с фондов на индекс Мосбиржи, потому что это был самый понятный способ вложиться во всю российскую экономику сразу. Как устроены эти фонды и как выбрать из них подходящий, мы разберём в четырнадцатой и пятнадцатой главах.

Российский инвестор при этом сталкивается с особенностями, которых нет у американского. Наш рынок меньше, в нём сильна доля сырьевых компаний, а история знает несколько глубоких кризисов. Индекс Мосбиржи несёт в себе все эти особенности, и покупать его нужно с открытыми глазами. В девятнадцатой главе мы отдельно поговорим о слабых местах этого индекса и о том, как их учитывать. Пока важно запомнить, что индексный подход не отменяет рисков рынка, а лишь избавляет инвестора от риска собственного неудачного выбора бумаг.

Следует честно сказать и о том, чего индексная стратегия не обещает. Она не обещает быстрого обогащения, ведь рынок растёт неравномерно и с долгими паузами. Она не обещает защиты от падений, ведь когда падает рынок, падает и ваш индексный фонд. Она не обещает, что вы обгоните рынок, ведь по определению вы получаете результат рынка за вычетом небольших расходов. Она обещает только одно, а именно то, что ваш результат не будет сильно хуже рынка из-за ваших собственных ошибок в выборе бумаг.

Тот, кто ждёт от индексного фонда удвоения капитала за год, будет разочарован. Тот, кто надеется, что в кризис его вложения останутся нетронутыми, тоже будет разочарован. Индексная стратегия подходит людям, которые готовы ждать годами и спокойно переживать временные потери ради долгосрочного результата. Если вам нужно, чтобы деньги точно сохранились через год или два, для этих целей существуют

другие инструменты, о которых мы поговорим в тринадцатой главе. Индекс акций предназначен для длинных целей, таких как пенсия, образование детей или большая финансовая независимость.

Ещё одна иллюзия связана с тем, что индексный фонд якобы не требует никакого внимания. Купить его действительно просто, но сохранять верность стратегии годами оказывается гораздо сложнее. Инвестору нужно регулярно пополнять счёт, следить, чтобы расходы фонда оставались низкими, и не поддаваться искушению всё продать в момент паники. Ольга позже признается, что самым трудным для неё было не выбрать фонд, а не открывать приложение брокера в дни плохих новостей. Пассивная стратегия требует активной дисциплины.

Для наглядности сравним два воображаемых пути. Допустим, в начале пути у двух инвесторов по 300 000 рублей и одинаковые ежемесячные пополнения. Первый тратит каждый вечер на изучение компаний, часто покупает и продаёт, платит комиссии брокеру и иногда совершает эмоциональные ошибки. Второй раз в месяц покупает паи индексного фонда и больше ничего не делает. Многолетние исследования показывают, что второй инвестор чаще оказывается впереди, а свободные вечера достаются ему в качестве бонуса.

Свободное время вообще недооценённая часть индексной стратегии. Денис тратит на свои акции в среднем час в день, то есть около трёхсот шестидесяти часов в год. Если бы он

потратил это время на повышение квалификации, подработку или просто на семью, выгода от этого могла бы оказаться больше, чем любая дополнительная доходность от выбора акций. Время, которое не нужно тратить на рынок, можно направить на то, что действительно увеличивает ваш доход, то есть на работу и развитие. Многие индексные инвесторы называют это главным преимуществом своего подхода.

Конечно, сам по себе выигрыш индексного инвестора не гарантирован в каждом отдельном случае. Иногда активный инвестор, похожий на Дениса, действительно опережает рынок на протяжении нескольких лет. Вопрос в том, сможет ли он делать это постоянно и сможет ли заранее понять, что именно ему повезло, а не он оказался умнее. Индексный инвестор отказывается от шанса на блестящий результат ради высокой вероятности хорошего. Для большинства людей, которые копят на пенсию или на образование детей, такой обмен выглядит разумным.

Ещё одна сторона простоты связана с тем, что индексную стратегию легко объяснить и проверить. Ольга может в любой момент сравнить свой результат с индексом и сразу увидеть, насколько точно её фонд его повторяет. Денису такое сравнение даётся тяжелее, ведь ему приходится учитывать каждую сделку, каждую комиссию и каждый момент покупки. Многие активные инвесторы вообще не знают своей реальной доходности и помнят только удачные сделки. Прозрачность индексного подхода защищает от самообмана, ко-

торый на рынке стоит очень дорого.

Ольга после разговора с братом начала читать о пассивном инвестировании. Её поразило, что знаменитые инвесторы, нобелевские лауреаты и обычные люди, проверившие стратегию на себе, сходятся в простой мысли. Большинству людей лучше не пытаться перехитрить рынок, а стать его совладельцем и терпеливо ждать. Она решила, что больше не будет покупать акции по советам из чатов. Вместо этого она начнёт с понимания того, как устроен индекс Мосбиржи и почему его результаты так трудно превзойти.

На этом месте полезно сформулировать компас, к которому мы будем возвращаться на протяжении всей книги. Он состоит из трёх слов, каждое из которых отражает отдельную часть стратегии: рынок, регулярность, расходы. Купить весь рынок вместо того, чтобы угадывать отдельные бумаги. Покупать регулярно вместо того, чтобы ловить удачный момент. Считать расходы, потому что каждый лишний процент издержек вычитается прямо из вашего будущего капитала.

Каждое из этих слов кажется очевидным, но за каждым стоит серьёзное содержание. За словом «рынок» скрываются правила составления индекса, его веса, структура и история доходности. За словом «регулярность» скрывается математика пополнений и психология терпения. За словом «расходы» скрываются комиссии фондов, брокеров и налоги. Всё это мы разберём по порядку, глава за главой, так чтобы к концу книги у вас сложилась цельная картина.

Денис, услышав про компас, рассмеялся и сказал, что это слишком просто, чтобы работать. Ольга не стала спорить, она решила проверить. Их спор будет тянуться через всю книгу, и вы сможете сами судить, кто из них окажется ближе к правде. Важно, что у каждого из них есть свои резоны, и мы будем честно разбирать аргументы обеих сторон. Индексный подход не религия, а инструмент, и пользоваться им стоит, понимая и его сильные, и слабые стороны.

Стоит сказать и о том, кому эта книга будет полезна больше всего. Она написана для людей, которые хотят вложить сбережения в российские акции, но не хотят превращать инвестиции во вторую работу. Она подойдёт тем, кто уже обжёгся на выборе отдельных бумаг, как Ольга, и тем, кто только собирается начать. Опытным инвесторам вроде Дениса она тоже может пригодиться, хотя бы для того, чтобы честно сравнить свои результаты с рынком. Никаких специальных знаний для чтения не требуется, все понятия объясняются по ходу дела.

Возможно, вы узнаёте себя в одном из трёх портретов, которые часто встречаются среди начинающих инвесторов. Первый портрет похож на Ольгу, это человек, который уже попробовал выбирать акции, обжёгся и теперь ищет более надёжный путь. Второй портрет похож на Дениса, это энтузиаст, которому нравится сам процесс анализа и который верит в своё преимущество. Третий портрет это человек, который давно держит деньги на вкладе, слышал про биржу, но

боится сделать первый шаг. Каждому из них индексный подход может дать что-то своё, первому спокойствие, второму честное мерило, третьему понятную точку входа.

Первая глава задала главную идею, а именно то, что вместо поиска иголок можно купить весь стог. Мы познакомились с понятием индекса, узнали, как Джон Богл превратил академическую идею в первый индексный фонд, и увидели, как индексное инвестирование прошло путь от насмешек до триллионов долларов. Мы разделили активный и пассивный подходы и поняли, что разница между ними в том, на что тратится усилие. Мы также честно перечислили, чего индексная стратегия не обещает. Компас из трёх слов поможет нам не сбиться с пути.

Остался главный вопрос, который задал Денис: почему средний результат рынка должен оказаться лучше результата профессионалов, которые посвящают анализу всю жизнь. Это звучит как парадокс, ведь профессионалы обладают знаниями, ресурсами и командами аналитиков. Ответ на этот вопрос опирается на простую арифметику и на большой массив статистики, накопленный за десятилетия. Во второй главе мы посмотрим на эти цифры и разберём, почему профессиональные управляющие так часто проигрывают обычному индексу.

Глава 2. Почему профессионалы проигрывают индексу

Денис зашёл в отделение банка, чтобы оформить новую карту, и задержался там почти на час. Молодой менеджер с бейджем «Кирилл» увлечённо рассказывал ему про фонд акций, которым управляет опытная команда аналитиков. На красивом буклете был изображён график, который уверенно шёл вверх, а внизу мелким шрифтом стояла приписка о том, что прошлая доходность не гарантирует будущей. Кирилл говорил о том, что команда фонда ежедневно встречается с руководством компаний, анализирует отрасли и вовремя продаёт бумаги перед падением. Денис слушал и думал, что уж профессионалы-то наверняка умеют то, что пытается делать он сам в свои обеденные перерывы.

Вечером он позвонил Ольге и с некоторым торжеством пересказал этот разговор. Если даже банки держат целые команды, чтобы выбирать акции, значит, выбор акций работает, сказал он. Ольга к тому времени уже прочитала несколько статей о статистике активного управления и задала встречный вопрос. Она спросила, знает ли Денис, сколько профессиональных фондов за последние пятнадцать лет обогнали обычный индекс. Денис признался, что не знает, и предположил, что большинство, иначе зачем бы они существовали.

Ответ на вопрос Ольги оказывается неожиданным для большинства людей. Самая известная систематическая проверка результатов активных управляющих называется SPIVA, это сокращение от английского названия отчёта, сравнивающего фонды с индексами. Отчёт много лет выпускает компания S&P Dow Jones Indices, которая сама рассчитывает фондовые индексы. Авторы берут все фонды определённой категории, например фонды акций крупных американских компаний, и сравнивают их результаты с подходящим индексом за разные периоды. Методика учитывает и закрывшиеся фонды, так что статистика не приукрашивается за счёт тех, кто тихо исчез с рынка.

Результаты этих отчётов из года в год повторяются с удивительным постоянством. На коротких периодах, например за год, индексу проигрывает примерно половина или чуть больше половины фондов, и это похоже на подбрасывание монетки. По мере удлинения периода картина становится всё более однозначной. За десять лет индексу проигрывают обычно около восьмидесяти пяти процентов американских фондов крупных компаний. За пятнадцать и двадцать лет доля проигравших, по данным этих отчётов, приближается к девяти из десяти.

Почему на коротком отрезке картина похожа на подбрасывание монетки, а на длинном становится однозначной? За один год результаты фондов сильно зависят от случайных событий, ведь удачная ставка на одну отрасль может принести

фонду несколько процентов преимущества. За десять или пятнадцать лет случайные удачи и неудачи уравновешивают друг друга, а расходы продолжают накапливаться год за годом. Поэтому чем длиннее период, тем отчётливее проявляется закономерность, которая прячется за шумом коротких лет. Инвестору, копящему на пенсию, важна именно длинная дистанция, а не результат отдельного года.

Авторы отчётов уделяют внимание и правильному выбору ориентира для сравнения. Фонд, вкладывающий в небольшие компании, нечестно сравнивать с индексом гигантов, ведь у этих групп акций разная судьба. Поэтому каждая категория фондов сравнивается со своим индексом, подходящим по стилю и размеру компаний. Иногда фонд меняет стиль по ходу дела и начинает покупать то, что не соответствует его заявленной категории. Такие случаи тоже учитываются, чтобы управляющие не могли выбрать удобный для себя ориентир задним числом.

Такая же картина наблюдается и на других рынках, которые охватывают отчёты SPIVA. В Европе, Канаде, Австралии, Японии, на развивающихся рынках большинство активных фондов акций на длинных периодах уступает своим индексам. Различаются детали, где-то доля проигравших чуть меньше, где-то чуть больше, но общий вывод одинаков. Рынков, где активные управляющие стабильно побеждают индекс, в этих исследованиях практически не находится. Это не означает, что победителей нет, но означает, что их мало

и найти их заранее очень трудно.

Денис, услышав эти цифры, возразил, что на американском рынке работают лучшие аналитики мира, и поэтому там трудно выделиться. Это справедливое замечание, к которому мы ещё вернёмся, когда будем говорить о российских фондах. Однако на американском рынке лучшие аналитики работают именно в тех фондах, которые проигрывают индексу. У этих фондов есть доступ к любой информации, к руководству компаний, к сложным моделям и к огромным вычислительным мощностям. Если даже такие ресурсы в большинстве случаев не позволяют обогнать индекс, значит, причина проигрыша лежит глубже, чем недостаток знаний.

Самое изящное объяснение этой причины предложил нобелевский лауреат Уильям Шарп в коротком эссе 1991 года, которое называется «Арифметика активного управления». Он разделил всех инвесторов на рынке на две группы, пассивных и активных. Пассивные держат все акции рынка в тех же пропорциях, что и индекс. Активные отклоняются от этих пропорций, покупая одни бумаги больше, а другие меньше. Вместе обе группы владеют всем рынком, как мы обсуждали в первой главе.

Дальше следует рассуждение, которое укладывается в несколько строк. Пассивные инвесторы до вычета расходов получают ровно доходность рынка, потому что держат рынок целиком. Весь рынок тоже получает доходность рынка, ведь это одно и то же. Значит, активные инвесторы как груп-

па до вычета расходов тоже должны получить ровно доходность рынка, иначе сумма частей не совпадёт с целым. Каждый рубль, который один активный инвестор заработал сверх рынка, обязательно потерял другой активный инвестор.

Теперь добавим к этой картине расходы, и всё становится на свои места. Активное управление стоит дороже пассивного, ведь нужно платить аналитикам, трейдерам, отделу продаж и брокерам за частые сделки. Если средний результат обеих групп до расходов одинаков, то после расходов средний активный инвестор неизбежно отстаёт от среднего пассивного. Допустим, рынок за год вырос на 12%, пассивный фонд берёт за управление 0,5%, а средний активный фонд вместе со всеми издержками обходится в 2,5%. Тогда средний пассивный инвестор получит 11,5%, а средний активный только 9,5%.

Шарп подчёркивал, что этот вывод не зависит ни от эффективности рынка, ни от квалификации управляющих. Он верен всегда просто по законам арифметики. Даже если на рынке есть гениальные инвесторы, их выигрыш оплачивается проигрышем других активных участников. В среднем активные остаются в минусе на величину своих дополнительных расходов. Индексный инвестор оказывается в выигрыше не потому, что он умнее, а потому, что он не платит за участие в соревновании.

Важно понимать, что рассуждение Шарпа касается именно средних величин. Оно не утверждает, что каждый актив-

ный инвестор проигрывает, оно утверждает, что активные в среднем проигрывают пассивным на величину расходов. Внутри группы активных есть разброс, и кто-то оказывается выше среднего, а кто-то ниже. Проблема в том, что заранее невозможно узнать, где окажетесь именно вы или выбранный вами управляющий. Пассивный инвестор отказывается от этого разброса и получает гарантированно средний результат без дополнительных расходов.

Хорошая аналогия здесь связана с рынком подержанных автомобилей, где машины переходят из рук в руки через посредника. Если сложить выгоды и потери всех покупателей и продавцов, они в сумме дадут ноль, ведь чья-то удачная покупка означает чью-то невыгодную продажу. Однако посредник берёт процент с каждой сделки, и поэтому участники как группа всегда отдают ему часть денег. Отдельный опытный перекупщик может зарабатывать, но средний участник обязательно теряет на величину комиссии. Индексный инвестор в этой аналогии не перепродаёт машины, а владеет долей во всех компаниях, которые производят реальную прибыль.

Из чего же складываются расходы, которые отделяют активный фонд от индекса? Первая и самая заметная часть это вознаграждение управляющей компании, которое ежегодно списывается с активов фонда. У активных фондов оно традиционно выше, чем у индексных, потому что нужно содержать команду. Вторая часть это расходы на торговлю, ведь активный фонд постоянно покупает и продаёт бумаги, платя

брокерам и бирже. Третья часть менее заметна, это потери на спреде, то есть разнице между ценой покупки и продажи, которую фонд теряет при каждой сделке.

Отдельно стоит сказать об обороте портфеля. Так называют долю портфеля, которая в течение года была продана и заменена другими бумагами. У многих активных фондов оборот составляет сто процентов и выше, то есть за год портфель обновляется полностью или даже несколько раз. У индексного фонда оборот обычно небольшой, ведь состав индекса меняется лишь при плановых пересмотрах. Каждая сделка стоит денег, и при большом обороте эти деньги складываются в заметную сумму, которая не отражается напрямую в объявленной комиссии фонда.

Для крупного фонда существует ещё одна скрытая статья расходов, связанная с влиянием на цену. Когда фонд с миллиардами рублей покупает акцию, он сам сдвигает её цену вверх, ведь продавцов по текущей цене не хватает. Когда он продаёт, цена опускается под давлением его заявок. В итоге фонд систематически покупает чуть дороже и продаёт чуть дешевле, чем видно на экране в момент принятия решения. Эти потери не указаны ни в одном отчёте, но они уменьшают доходность пайщиков.

Есть и ещё одна незаметная статья потерь, которую называют тормозом денежного остатка. Активный фонд почти всегда держит часть активов в деньгах, чтобы выплачивать пайщикам, которые погашают паи, и чтобы иметь возмож-

ность быстро купить интересную бумагу. В годы роста рынка эта часть денег не растёт вместе с акциями и тянет результат вниз. Если фонд держит в деньгах пять процентов активов, а рынок вырос на 20%, только из-за остатка фонд недополучит около одного процента доходности. Индексный фонд старается держать денежный остаток минимальным, ведь его задача состоит в точном повторении рынка.

Подробный разбор того, как именно комиссии влияют на капитал за десятилетия, ждёт нас в шестнадцатой главе. Здесь важно другое, а именно то, что разница в расходах между активным и пассивным управлением составляет обычно от одного до двух процентов в год. Это кажется мелочью, если сравнивать с годовыми колебаниями рынка в десятки процентов. Однако колебания рынка случайны и в долгосрочной перспективе сглаживаются, а расходы списываются каждый год без исключения. Именно постоянство расходов делает их таким мощным фактором.

Денис после разговора с сестрой решил сам посмотреть на статистику фондов, которые ему предлагал банк. Он нашёл список фондов акций и заметил, что почти все они показывают неплохие результаты за последние годы. Ему показалось, что это противоречит словам Ольги, ведь где же тогда все эти проигравшие. Ответ на этот вопрос скрывается в явлении, которое называют ошибкой выжившего. Оно искажает восприятие результатов активного управления сильнее, чем многие думают.

Ошибка выжившего возникает, когда мы смотрим только на тех, кто дожил до сегодняшнего дня, и забываем о тех, кто исчез. Фонды, которые показывали плохие результаты, со временем теряют пайщиков, становятся невыгодными для управляющей компании и закрываются или сливаются с более успешными фондами. Их история исчезает из рекламных буклетов и рейтингов. Если смотреть только на действующие фонды, кажется, что почти все они работают неплохо. На самом деле перед нами отобранная группа победителей, а проигравшие тихо ушли со сцены.

Масштаб этого явления оказывается весьма значительным. По данным тех же отчётов SPIVA, за пятнадцать лет заметная часть американских фондов, существовавших в начале периода, перестаёт существовать к его концу, причём в некоторых категориях это около половины. Управляющие компании редко закрывают успешные фонды, так что среди исчезнувших преобладают неудачники. Получается, что статистика по выжившим фондам завышает средний результат активного управления. Честное сравнение возможно, только если учитывать всех, кто начинал гонку, а не только тех, кто дошёл до финиша.

Особенно коварен механизм слияния фондов. Когда управляющая компания объединяет неудачный фонд с успешным, пайщики первого переходят во второй, а история неудачного фонда просто прекращается. В рекламе остаётся только красивая история успешного фонда, а неудач-

ная история исчезает из публичного поля. Некоторые компании держат одновременно несколько похожих фондов, а затем продвигают тот, которому повезло больше других. Такая практика создаёт у инвесторов впечатление, что компания умеет стабильно обгонять рынок, хотя на деле она просто показывает лучший из нескольких бросков монетки.

Классический пример ошибки выжившего связан с бомбардировщиками времён Второй мировой войны. Инженеры изучали пробоины на вернувшихся самолётах и хотели укрепить броню там, где пробоин было больше всего. Статистик Абрахам Вальд указал, что укреплять нужно как раз те места, где пробоин нет, ведь самолёты с попаданиями туда просто не вернулись. С фондами происходит то же самое, ведь по вернувшимся из многолетнего полёта нельзя судить о безопасности маршрута. Каждый раз, когда вам показывают список успешных фондов, полезно спросить, сколько их было в начале.

Хорошо, скажет Денис, пусть большинство проигрывает, но я просто выберу тот фонд, который выигрывал последние годы. Эта идея кажется разумной, ведь если управляющий показал хороший результат, значит, он умеет работать. На деле прошлые успехи активных фондов очень слабо предсказывают будущие. Компания S&P Dow Jones Indices выпускает отдельный отчёт об устойчивости результатов, который проверяет именно это. Его выводы обескураживают тех, кто надеется найти постоянного победителя.

Авторы этого отчёта берут фонды, которые оказались в лучшей четверти по результатам за определённый год, и смотрят, сколько из них останутся в лучшей четверти в следующие годы. Если бы успех определялся только мастерством, лидеры должны были бы оставаться лидерами. Если бы успех определялся случайностью, в лучшей четверти через год оставалась бы примерно четверть прошлых лидеров, а через несколько лет почти никого. Реальные данные гораздо ближе ко второму сценарию. Удержаться в лучшей четверти пять лет подряд удаётся лишь ничтожной доле фондов, иногда меньше одного процента.

Эту закономерность легко понять, если представить большой стадион, где тысяча человек подбрасывает монетки. После первого броска около пятисот из них выбросят орла, после второго около двухсот пятидесяти, после пятого около тридцати человек будут иметь непрерывную серию из пяти орлов. Журналисты могли бы взять у них интервью и спросить о секрете успеха, а они охотно рассказали бы о своей технике броска. При этом шестой бросок для каждого из них останется лотереей с вероятностью ровно пятьдесят на пятьдесят. На рынке среди тысяч управляющих всегда найдутся те, чья серия удач выглядит как доказательство таланта.

Повторяемость успеха подрывают и другие причины, не связанные с удачей. Стиль инвестирования, который прекрасно работал несколько лет, может перестать работать, когда меняются процентные ставки или настроения рын-

ка. Звёздный управляющий может перейти в другую компанию, а фонд останется с прежним названием, но с другими людьми. Иногда успешная стратегия становится известной, её начинают копировать конкуренты, и преимущество растворяется. Всё это делает прошлый результат фонда очень ненадёжным ориентиром для выбора.

Это не значит, что мастерства не существует вовсе. Есть управляющие, которые десятилетиями обгоняли рынок, и их результаты трудно объяснить одним везением. Проблема в том, что отличить мастерство от удачи можно лишь по очень длинной истории, часто в двадцать и более лет. К тому моменту, когда мастерство становится очевидным, управляющий уже может уйти на пенсию, а его фонд разрастается до размеров, мешающих повторять прежний успех. Для частного инвестора, который выбирает фонд сегодня, это знание приходит слишком поздно.

Размер фонда сам по себе становится препятствием для высокой доходности. Пока фонд маленький, управляющий может покупать акции небольших компаний, быстро входить в позиции и выходить из них. Когда в фонд после нескольких успешных лет приходят новые деньги, он становится большим и неповоротливым. Крупные позиции в небольших компаниях становятся невозможны, ведь фонд не сможет купить их без резкого роста цены. Управляющему приходится покупать то же, что покупают все крупные игроки, и его портфель постепенно становится похож на индекс.

На российском рынке проблема размера стоит особенно остро. Число по-настоящему ликвидных акций у нас невелико, и за пределами нескольких десятков крупных компаний торговые обороты быстро падают. Фонду с крупными активами трудно вложить заметную сумму в бумаги второго эшелона без сильного влияния на цену. В итоге российские активные фонды поневоле концентрируются на тех же крупных компаниях, которые составляют основу индекса. Пространство для отличий от рынка у них оказывается уже, чем у коллег на больших рынках.

Здесь возникает своеобразная ловушка успеха. Хорошие результаты привлекают деньги, деньги увеличивают фонд, размер мешает повторять хорошие результаты. Пайщики, пришедшие после успешного периода, получают уже совсем другой фонд, чем тот, который заработал рекламируемую доходность. Многие из них приходят на пике популярности фонда и застают как раз период разочарования. Этот эффект хорошо известен в индустрии, и некоторые управляющие даже закрывают свои фонды для новых пайщиков, чтобы сохранить гибкость.

Есть ещё одна причина, по которой многие активные управляющие ведут себя осторожнее, чем можно ожидать. Специалисты называют её карьерным риском управляющего. Управляющий, который сильно отклоняется от индекса и проигрывает, рискует потерять работу, ведь пайщики уходят, а руководство ищет виноватых. Управляющий, который

держится близко к индексу и проигрывает немного, обычно сохраняет место, ведь его результат похож на результаты коллег. Ошибиться вместе со всеми для профессионала гораздо безопаснее, чем ошибиться в одиночку.

Экономист Джон Мейнард Кейнс ещё в 1930-е годы заметил эту особенность в своей знаменитой книге о занятости, проценте и деньгах. Он писал, что житейская мудрость учит: для репутации лучше потерпеть неудачу общепринятым путём, чем добиться успеха вопреки общепринятому. Эта мысль хорошо описывает поведение многих профессиональных инвесторов. В результате их портфели часто оказываются гораздо ближе к индексу, чем можно подумать по рекламе. За активное управление при этом продолжают брать плату как за активное.

Карьерный риск порождает и любопытную привычку, которую в индустрии называют украшением витрины. Перед окончанием квартала некоторые управляющие покупают акции, которые хорошо выросли за прошедший период, и продают неудачные бумаги. В отчёте для пайщиков портфель выглядит так, будто фонд всё время держал победителей. На результат фонда это не влияет, ведь рост уже произошёл, зато лишние сделки увеличивают расходы. Пайщик видит красивый список позиций и не подозревает, что большую часть квартала в портфеле было совсем другое.

Так мы подходим к явлению, которое называют скрытым индексированием. Скрытый индексатор это фонд, который

позиционирует себя как активный и берёт соответствующие комиссии, но на деле держит портфель, очень похожий на индекс. Отклонения от индекса у него небольшие, и поэтому его результат до расходов почти совпадает с рынком. После вычета высоких расходов он закономерно отстаёт. Пайщик в таком фонде платит цену ресторанного блюда за полуфабрикат из ближайшего магазина.

Распознать скрытого индексатора помогают несколько признаков. Первый признак заключается в том, что крупнейшие позиции фонда совпадают с крупнейшими компаниями индекса примерно в тех же пропорциях. Второй признак состоит в том, что график фонда почти повторяет график индекса, только с постепенным отставанием. Третий признак виден в отчётах, где фонд почти никогда не отличается от индекса больше чем на пару процентов за год ни в лучшую, ни в худшую сторону. Если вы видите все три признака и при этом высокую комиссию, разумнее купить сам индекс напрямую и дешевле.

Исследователи Мартейн Кремерс и Антти Петаджисто в 2009 году предложили для измерения этого явления показатель, который назвали долей активности. Он показывает, какая часть портфеля фонда отличается от индекса. Если доля активности близка к нулю, фонд фактически повторяет индекс, а если близка к ста процентам, портфель фонда не имеет с индексом ничего общего. Авторы обнаружили, что значительная часть американских фондов, называющих себя

активными, имеет низкую долю активности. Именно такие фонды, по их данным, особенно стабильно проигрывали индексу после вычета расходов.

Денис признался сестре, что проверил фонд, который ему предлагал Кирилл, и обнаружил в первой пятёрке его позиций ровно тех же эмитентов, что в верхушке индекса Мосбиржи. Это открытие его заметно смутило и заставило задуматься. Он рассуждал, что если фонд держит почти то же самое, что индекс, то разница в результатах будет определяться в основном разницей в расходах. Ольга заметила, что именно это и предсказывает арифметика Шарпа. Денис впервые задумался о том, что его собственный портфель из восьми акций тоже может оказаться дорогим способом получить что-то похожее на рынок.

Теперь пора поговорить о российском рынке, на котором всё происходит в наших реалиях. Систематических отчётов такого же масштаба, как SPIVA, по российским фондам нет, и это нужно честно признать. Однако ряд аналитиков, финансовых изданий и сами брокеры не раз сравнивали результаты российских открытых паевых фондов акций с индексом Мосбиржи полной доходности. Выводы этих сравнений в целом похожи на мировые. На длинных периодах большинство активных фондов российских акций, по таким подсчётам, отставали от индекса с учётом дивидендов.

Здесь есть важная тонкость, о которой подробно рассказывает восьмая глава. Многие фонды и управляющие срав-

нивают себя не с индексом полной доходности, а с обычным ценовым индексом Мосбиржи, который не учитывает дивиденды. Российские компании платят щедрые дивиденды, поэтому разница между этими индексами за годы набегает огромная. Фонд, который обгоняет ценовой индекс, вполне может отставать от индекса с дивидендами. Когда вам показывают сравнение, всегда стоит уточнить, с каким именно индексом сравнивают.

Российский рынок, как мы отмечали в первой главе, обычно считают менее эффективным, чем американский. Казалось бы, это должно давать местным управляющим больше шансов. Отчасти так и есть, и в отдельные периоды лучшие российские фонды заметно обгоняли индекс. Однако на нашем рынке выше и расходы, ведь комиссии российских активных фондов исторически были выше, чем у американских. Кроме того, узость рынка ограничивает выбор, ведь на бирже не так много ликвидных компаний, в которые крупный фонд может вложить значительные суммы.

Существенную роль играют и надбавки при покупке паев и скидки при их погашении, которые некоторое время назад были обычным делом у российских паевых фондов. Пайщик, который отдавал при входе полтора процента, а при выходе ещё процент-два, начинал с заметного отставания. Сейчас многие фонды от таких сборов отказались или снизили их, но этот опыт объясняет, почему в прошлом результаты пайщиков бывали хуже, чем результаты самих фондов. Отдель-

но о том, как сравнивать все виды комиссий, рассказывает шестнадцатая глава. Здесь достаточно понять, что в российских условиях арифметика Шарпа работает не хуже, чем в американских.

Отдельно стоит упомянуть частных инвесторов, которые активно торгуют сами, как Денис. К ним арифметика Шарпа применима в полной мере, ведь они тоже часть активной группы. Их расходы складываются из брокерских комиссий, спредов и налогов на прибыль от частых продаж. Против них на рынке играют профессиональные участники с быстрыми алгоритмами, командами аналитиков и доступом к лучшим ценам. Регуляторы разных стран не раз публиковали данные о том, что большинство частных трейдеров, особенно активно торгующих, по итогам года показывает результат хуже рынка.

Возникает естественный вопрос, кто же тогда выигрывает от активного управления. В первую очередь выигрывают сами управляющие компании, которые получают комиссию вне зависимости от результата. Выигрывают также посредники, продающие фонды, ведь они часто получают вознаграждение за привлечение клиентов. Среди самих инвесторов выигрывают немногие, кому повезло выбрать лучшие фонды или кто обладает действительно уникальным преимуществом. Выигрыш этих немногих оплачивается проигрышем большинства.

Знаменитую проверку этой мысли устроил Уоррен Баф-

фет. В 2008 году он заключил публичное пари на миллион долларов с управляющими одной американской компании, которая отбирала хедж-фонды. Баффет утверждал, что за десять лет простой индексный фонд на пятьсот крупнейших американских компаний обгонит отобранную профессионалами корзину хедж-фондов. По итогам 2008–2017 годов индексный фонд принёс более 125% совокупной доходности, а корзина хедж-фондов в среднем около 36%. Выигрыш ушёл на благотворительность, а пари стало одной из самых известных иллюстраций арифметики Шарпа.

Справедливости ради нужно сказать, когда активное управление может быть оправдано. Оно имеет смысл на очень узких и малоизученных рынках, где информация действительно распределена неравномерно, например в некоторых облигациях или в небольших компаниях. Оно может быть оправдано, если у управляющего есть подтверждённое многолетнее преимущество и при этом умеренные комиссии. Оно также полезно для рынка в целом, ведь именно активные участники формируют цены, за которыми следуют индексные фонды. Подробнее о роли активных инвесторов в мире, где многие выбирают индекс, рассказывает девятнадцатая глава.

Если вы всё же хотите выбрать активный фонд, разумно задать себе несколько вопросов перед покупкой. С каким индексом фонд сравнивает себя, с ценовым или с индексом полной доходности? Как долго работает нынешний управля-

ющий и обгонял ли фонд индекс полной доходности за весь этот срок после вычета всех расходов? Насколько портфель фонда отличается от индекса и оправдывает ли это отличие более высокую комиссию? Честные ответы на эти вопросы часто сами подводят к выводу, что индексный фонд надёжнее.

Для частного инвестора вроде Ольги главный вывод остаётся простым. Выбрать заранее фонд, который обгонит индекс на длинной дистанции, примерно так же трудно, как выбрать заранее акцию-победителя. Попытка найти лучшего управляющего превращается в ту же самую игру в угадывание, от которой индексный подход как раз избавляет. Ольга решила, что не будет тратить силы на поиск звёздного управляющего. Её задача станет проще, найти самый дешёвый и точный способ купить весь рынок.

Денис отреагировал на это неоднозначно. С одной стороны, его впечатлили цифры отчётов и история пари Баффета. С другой стороны, он не готов признать, что его собственные решения ничего не стоят. Он решил провести эксперимент и в течение ближайших лет сравнивать свой портфель из восьми акций с индексом полной доходности. Ольга поддержала эту идею, ведь честное сравнение и есть лучший способ узнать правду о себе.

Такое сравнение полезно сделать каждому инвестору, который выбирает акции самостоятельно. Многие удивляются, обнаружив, что их реальный результат с учётом всех ко-

миссий, налогов и неудачных сделок оказывается ниже индекса. Память человека устроена так, что удачные сделки запоминаются ярко, а неудачные быстро забываются. Только записанные цифры дают объективную картину. Если после нескольких лет честного учёта вы стабильно обгоняете индекс, у вас есть повод гордиться, а если нет, у вас есть повод задуматься.

В этом смысле индекс выполняет для любого инвестора роль весов в ванной комнате. Можно сколько угодно верить, что ваша диета работает, но весы показывают реальный результат без поправок на самооценку. Активный инвестор, который не сравнивает себя с индексом, похож на человека, который принципиально не встаёт на весы. Индексный инвестор, наоборот, всегда знает, где находится, ведь его результат и есть индекс за вычетом небольших расходов. Эта прозрачность ценна сама по себе.

Подведём черту под этой главой, не прибегая к упрощённым лозунгам. Мы увидели, что большинство профессиональных фондов на длинных периодах проигрывает индексу, и что это подтверждается на разных рынках. Мы разобрали арифметику Шарпа, которая объясняет этот проигрыш не неумелостью управляющих, а неизбежными расходами. Мы познакомились с ошибкой выжившего, слабой повторяемостью успеха, проблемой размера, карьерным риском и скрытым индексированием. Мы также честно признали, что победители существуют, но найти их заранее почти невозмож-

но.

Всё сказанное убеждает в том, что следовать за индексом разумно. Однако остаётся вопрос, за каким именно индексом следовать российскому инвестору. Индекс Мосбиржи появился не сразу и прошёл долгий путь от первой корзины бумаг до главного ориентира рынка. Чтобы доверять ему свои сбережения, полезно знать, откуда он взялся и как менялся. Об этом пойдёт речь в третьей главе.

Глава 3. Рождение индекса Мосбиржи

В воскресенье Ольга приехала к родителям на дачу под Самарой и за чаем рассказала отцу о своём решении вкладывать в индекс. Николай Степанович, инженер на пенсии, долго молчал, а потом достал из старой папки пожелтевшую бумагу с водяными знаками. Это был приватизационный чек, ваучер номиналом десять тысяч рублей, который он так и не обменял в начале 1990-х годов. Он рассказал, как на заводе спорили, что делать с этими бумажками, как одни меняли их на акции, другие продавали у метро за бесценок, а третьи вкладывали в фонды, которые потом исчезли. Ольга впервые подумала о том, что у российского фондового рынка есть история, и она гораздо короче и драматичнее, чем у американского.

Отец спросил её, откуда вообще взялся этот индекс и кто его придумал. Ольга не знала ответа, хотя уже собиралась доверить индексу свои сбережения. Вопрос оказался совсем не праздным, ведь чтобы доверять измерительному прибору, полезно знать, как его создавали и настраивали. Термометр, который откалибровали неправильно, будет показывать неверную температуру при любых обстоятельствах. Поэтому прежде, чем разбираться в правилах расчёта, давайте

посмотрим, как индекс Мосбиржи появился и как менялся вместе со страной.

История российского рынка акций в его современном виде начинается в начале 1990-х годов. Массовая приватизация превратила миллионы граждан в формальных владельцев акций предприятий, на которых они работали или которые находились рядом. Ваучеры, подобные тому, что хранил Николай Степанович, обменивались на акции на специальных аукционах. В результате в стране за пару лет появились десятки тысяч акционерных обществ. Однако появление акционеров ещё не означало появления рынка, где их бумаги можно было бы честно оценить и продать.

Всего в стране было выпущено около ста сорока миллионов приватизационных чеков, по одному на каждого гражданина, включая детей. Многие люди не знали, что с ними делать, и это породило целую индустрию посредников. Самыми массовыми из них стали чековые инвестиционные фонды, которые собирали ваучеры у населения и обещали вложить их в лучшие предприятия страны. Таких фондов появилось несколько сотен, и в них свои чеки отнесли миллионы людей. Многие из этих фондов позже исчезли, обанкротились или растворились в реорганизациях, а их вкладчики так и не увидели обещанных доходов.

Опыт чековых фондов надолго подорвал доверие россиян к коллективным инвестициям. Люди запомнили, что отдали свои бумаги незнакомым организациям и остались ни с чем.

Это недоверие стало одной из причин, по которым паевые фонды в России потом долго развивались медленно. Важно понимать, что сегодняшние фонды устроены совсем иначе, их имущество хранится в специализированном депозитарии, а деятельность контролирует Банк России. Однако память о девяностых до сих пор заставляет многих людей старшего поколения относиться к любым фондам с подозрением.

Первые годы торговля акциями шла хаотично и почти без правил. Сделки заключались по телефону между брокерами, цены в разных городах на одну и ту же бумагу могли заметно различаться, а реестры акционеров велись самими предприятиями. Купить акцию было непросто, а убедиться, что вы действительно стали её владельцем, ещё сложнее. В такой обстановке никто не мог ответить на простой вопрос о том, растёт рынок или падает. Каждый участник видел только свои сделки и сделки знакомых брокеров.

Особенно острой была проблема учёта прав собственности. Реестры акционеров нередко хранились на самих предприятиях, и руководство могло по своему усмотрению затягивать регистрацию сделок или вовсе отказывать в ней. Бывали случаи, когда акционера просто вычёркивали из реестра, и доказать свои права ему приходилось через суд. Иностранные инвесторы, привыкшие к надёжной инфраструктуре, называли российский рынок того времени диким. Только постепенно появились независимые регистраторы и депозитарии, которые сделали владение акциями более надёжным.

Рынку остро требовался общий измеритель, который показывал бы его состояние одним числом. Без такого числа нельзя было сравнивать результаты управляющих, оценивать привлекательность российских акций для иностранцев и следить за настроениями участников. В развитых странах фондовые индексы существовали к тому времени уже почти сто лет. Знаменитый индекс Доу-Джонса появился ещё в конце девятнадцатого века и стал символом американского рынка. России предстояло пройти путь создания таких измерителей за несколько лет.

Первой ответила на этот запрос Российская торговая система, созданная в середине 1990-х годов крупными брокерами по образцу американской внебиржевой площадки. Она объединила разрозненные телефонные торги в электронную систему котировок. Брокеры выставляли в ней цены, по которым готовы купить или продать бумаги, и рынок впервые стал хоть немного прозрачным. Расчёты в этой системе велись в долларах, ведь основными покупателями российских акций тогда были иностранные инвесторы. Именно здесь появился первый общепризнанный индекс российского рынка.

Индекс РТС начали рассчитывать с 1 сентября 1995 года, и его стартовое значение приравняли к 100 пунктам. Он рассчитывался на основе долларовых цен акций, поэтому отражал стоимость российского рынка глазами иностранного инвестора. Если рубль слабел, индекс РТС при прочих равных падал, даже когда рублёвые цены акций не менялись. Эта

особенность сохранилась до сих пор и делает индекс РТС удобным для тех, кто считает доходность в долларах. Для российского инвестора, который живёт и тратит в рублях, она создаёт путаницу, о которой мы ещё поговорим.

Первоначально индекс РТС рассчитывался по небольшому набору наиболее торгуемых акций, а его значение отражало средневзвешенное изменение их долларовых котировок. В условиях узкого рынка и малого числа сделок даже несколько крупных заявок могли заметно сдвинуть индекс. Тем не менее он быстро стал главным ориентиром для иностранных фондов, которые вкладывали в Россию. Именно по его динамике мировая финансовая пресса судила о том, как идут дела на российском рынке. Многие западные аналитики ещё долго называли его просто «российским индексом».

Параллельно развивалась другая площадка, Московская межбанковская валютная биржа, известная по аббревиатуре ММВБ. Изначально она была создана для торговли валютой и стала главным местом, где формировался курс рубля. Со временем на ней начали торговать государственными облигациями, а затем и акциями. Торговля акциями на ММВБ велась в рублях, и постепенно сюда переместилась значительная часть сделок российских инвесторов. Для этой части рынка тоже понадобился собственный индекс.

Биржа была основана в 1992 году, и первые годы её главным делом оставались валютные торги, на которых определялся официальный курс рубля. Через неё же проходили

операции с государственными краткосрочными облигациями, которые в середине 1990-х годов были одним из самых популярных, хотя и рискованных инструментов. Торговая и расчётная система, созданная для валюты и облигаций, оказалась достаточно надёжной, чтобы перенести на неё торговлю акциями. Банки, которые и так работали на этой площадке, охотно начали покупать через неё и акции. Так рублёвый рынок акций постепенно сосредоточился там, где уже были деньги и инфраструктура.

Разница между двумя площадками того времени хорошо видна на простом бытовом примере. Представьте, что в одном городе работают два рынка, на одном цены пишут в долларах для приезжих туристов, а на другом в рублях для местных жителей. Товары на обоих рынках почти одинаковые, но покупатели разные, и каждый рынок публикует свой собственный ценовой обзор. Пока курс доллара стабилен, обзоры показывают похожую картину, а при резком изменении курса они начинают расходиться. Именно так долгие годы соотносились между собой индексы РТС и ММВБ.

Индекс ММВБ начали рассчитывать с 22 сентября 1997 года, и его стартовое значение тоже приравняли к 100 пунктам. В первоначальную базу расчёта вошло немногим больше десятка самых ликвидных акций того времени. Это были в основном бумаги энергетических, нефтяных и телекоммуникационных компаний, которыми активно торговали на бирже. Индекс рассчитывался в рублях и поэтому отражал

рынок глазами внутреннего инвестора. Именно он через двадцать лет получит нынешнее название индекса Мосбиржи.

С самого начала индекс ММВБ строился по принципу взвешивания по капитализации, то есть крупные компании влияли на него сильнее, чем небольшие. Этот принцип был заимствован у ведущих мировых индексов и сохранился до сегодняшнего дня, хотя детали расчёта неоднократно уточнялись. Создатели индекса стремились, чтобы он отражал именно тот рынок, на котором реально можно было купить и продать бумаги. Поэтому в базу расчёта включались только акции, которыми активно торговали на бирже. Как именно сегодня рассчитываются доли компаний в индексе, подробно разбирает шестая глава.

Время рождения индекса ММВБ оказалось символичным. Осенью 1997 года российский рынок находился на пике оптимизма, иностранные деньги шли в страну, а цены акций за год выросли в несколько раз. Меньше чем через год этот оптимизм сменился одним из самых тяжёлых кризисов в истории страны. Новорождённый индекс почти сразу прошёл испытание огнём, и о том, как это выглядело в цифрах, рассказывает десятая глава. Здесь важно, что даже в самые тяжёлые месяцы индекс продолжали рассчитывать, и он честно фиксировал всё, что происходило с рынком.

Почти пятнадцать лет в России существовали две крупные биржи, и каждая продвигала свой индекс. Индекс РТС был популярен среди иностранцев и финансовой прессы,

ведь в долларах было удобно сравнивать Россию с другими странами. Индекс ММВБ был ближе российским инвесторам и банкам, которые работали с рублёвыми бумагами. Журналисты в новостях обычно называли оба числа подряд, и многие люди так и не понимали, почему у одного рынка два разных градусника. Это напоминало ситуацию, когда температуру за окном одновременно сообщают по Цельсию и по Фаренгейту.

Две биржи постепенно делили между собой функции. На ММВБ сосредоточилась основная торговля акциями за рубли, а РТС сильнее развивала срочный рынок, где торговали фьючерсами и опционами. Фьючерс на индекс РТС много лет оставался одним из самых популярных инструментов российского срочного рынка. Конкуренция двух площадок шла на пользу инвесторам, но одновременно раздробляла ликвидность и усложняла инфраструктуру. К концу 2000-х годов стало ясно, что стране нужна одна сильная биржа, а не две средние.

Середина 2000-х годов стала временем бурного роста российского рынка и волны первичных размещений. Многие крупные компании впервые выводили свои акции на биржу, а некоторые размещения сопровождались широкими рекламными кампаниями для частных инвесторов. В 2006 и 2007 годах акции крупной нефтяной компании и одного из государственных банков предлагались гражданам в рамках так называемых народных размещений. Сотни тысяч людей

впервые стали акционерами и впервые начали следить за индексами. Для многих из них знакомство с рынком закончилось болезненно, и это тоже стало частью истории индекса.

Слияние ММВБ и РТС завершилось в декабре 2011 года, и объединённая биржа получила длинное название ММВБ-РТС. В 2012 году она сменила название на Московскую биржу, под которым работает до сих пор. Объединение позволило свести торговлю всеми основными инструментами на одну площадку, с единой системой расчётов и единым центральным контрагентом. Для индексов это тоже стало поворотным моментом. Оба исторических индекса сохранились, но их методики начали сближать, а линейку индексов выстраивать как единую систему.

Сегодня индекс РТС и индекс Мосбиржи рассчитываются по одной и той же базе бумаг и по одной методике. Различаются они в основном валютой расчёта, ведь первый считается в долларах, а второй в рублях. Поэтому разница в их динамике почти целиком объясняется изменением курса доллара к рублю. Если за год индекс Мосбиржи вырос на 10%, а рубль ослаб к доллару на 10%, индекс РТС окажется примерно на месте. Российскому инвестору, который считает доходность в рублях, правильнее ориентироваться на индекс Мосбиржи.

Пожалуй, самым заметным для широкой публики событием стала смена имени. В декабре 2017 года индекс ММВБ был переименован в индекс Мосбиржи, а его краткое обозначение сменилось на IMOEX. Методика расчёта и исто-

рия значений при этом не изменились, так что график индекса продолжился без разрыва. Переименование отражало простой факт, ведь бирже с названием ММВБ к тому времени уже несколько лет не существовало. Индекс получил имя, которое соответствовало его реальному месту в финансовой системе страны.

Для инвестора важно знать оба названия, особенно если он читает старые материалы. В статьях и книгах до конца 2017 года вы встретите индекс ММВБ, а после этого индекс Мосбиржи или IMOEX. Речь идёт об одном и том же показателе с единой историей с 1997 года. Иногда в текстах встречается и старое обозначение MICEX, которое использовалось в международной прессе. Все эти названия относятся к одному ряду значений, который начался со ста пунктов осенью 1997 года.

Если вы откроете график индекса за всю его историю, вы увидите путь от ста пунктов до нескольких тысяч. В конце 2019 года индекс впервые превысил отметку в 3 000 пунктов, а осенью 2021 года поднимался выше 4 000 пунктов. Между этими точками были глубокие падения и долгие периоды бокового движения. За всё время индекс вырос в десятки раз, но это не означает, что инвестор получил такой же реальный результат. Почему простое сравнение начальной и конечной точки вводит в заблуждение, мы разберём чуть дальше.

Состав индекса за эти десятилетия менялся не меньше, чем его значение. В первые годы ключевую роль играли бу-

маги крупной энергетической холдинговой компании РАО «ЕЭС России», которые были главной «фишкой» рынка. Эта компания была реорганизована и прекратила существование в 2008 году, а её акции превратились в бумаги нескольких генерирующих и сетевых компаний. Долгое время значительную долю индекса занимали телекоммуникационные компании, которые сегодня играют в нём гораздо более скромную роль. Нефтяные и газовые компании присутствовали в индексе всегда, но их доля то росла, то снижалась.

Отдельная история связана с акциями крупнейшей газовой компании страны. До середины 2000-х годов их обращение было ограничено, и для иностранцев существовали особые правила владения. После либерализации рынка этих акций они стали одной из самых торгуемых бумаг и надолго заняли верхние строчки индекса. Банковский сектор тоже усиливал своё присутствие по мере того, как крупнейший банк страны и другие кредитные организации наращивали капитализацию. В разные годы в индексе появлялись металлурги, ритейлеры, технологические компании, каждая волна отражала изменения в экономике.

Смена состава индекса это не недостаток, а его главная особенность. Индекс постоянно обновляется, исключая компании, которые теряют значение, и включая новые, которые набирают вес. Инвестор в индексный фонд автоматически получает это обновление, не принимая никаких решений. Если бы в 1997 году кто-то купил акции первоначального

состава индекса и держал их без изменений, его портфель сегодня выглядел бы странным музеем. Индекс же остаётся живым отражением рынка, по каким правилам он обновляется, подробно рассказывает пятая глава.

Хорошая аналогия здесь связана с футбольной сборной страны. Её состав постоянно меняется, ветераны уходят, молодые игроки приходят, но сама сборная продолжает существовать и представлять страну. Болельщик, который поддерживает сборную, не обязан каждый год выбирать игроков, этим занимается тренерский штаб по своим критериям. Индексный инвестор похож на такого болельщика, он вкладывает в команду, а не в отдельных игроков. Правила отбора игроков в эту команду известны заранее и меняются редко.

Теперь важно уточнить, что именно показывает классический индекс Мосбиржи. Он является ценовым индексом, то есть отражает изменение цен входящих в него акций. Когда компания выплачивает дивиденды, цена её акций обычно снижается примерно на величину выплаты, и ценовой индекс тоже снижается. Деньги при этом никуда не исчезают, они поступают на счета акционеров, но в ценовом индексе их не видно. О том, как учесть дивиденды и какой индекс для этого существует, подробно рассказывает восьмая глава.

Ценовой индекс не учитывает и ряд других вещей, важных для реального инвестора. В нём не отражены налоги, которые вы заплатите с дохода, и комиссии брокера или фонда. Он не учитывает инфляцию, которая уменьшает покупатель-

ную способность рубля. Наконец, он показывает результат воображаемого инвестора, который купил все акции в точных пропорциях в нужный момент без каких-либо затрат. Реальный результат живого человека всегда будет отличаться от этой идеальной картины.

Возникает вопрос, кто же отвечает за расчёт индекса. Индекс Мосбиржи рассчитывает сама Московская биржа, у которой есть специальное подразделение по индексам. Правила расчёта изложены в официальном документе, который называется методикой расчёта индексов и публикуется на сайте биржи. Решения о составе индекса принимаются на основе этих правил и рассматриваются индексным комитетом. В его работе участвуют представители биржи и профессиональных участников рынка, которые следят за тем, чтобы правила оставались разумными и прозрачными.

Расчёт индекса ведётся в режиме реального времени во время торговой сессии. Значение обновляется каждые несколько секунд на основе цен последних сделок с акциями, входящими в базу расчёта. Каждое новое значение сразу публикуется и становится доступным в торговых терминалах, на сайте биржи и в приложениях брокеров. В конце дня фиксируется значение закрытия, которое затем используется в статистике, отчётах фондов и графиках. Именно значения закрытия обычно имеют в виду, когда говорят о результате индекса за день, месяц или год.

Значение индекса на закрытие торгового дня формирует-

ся с учётом аукциона закрытия, который проводится в конце основной сессии. Во время такого аукциона участники в течение нескольких минут выставляют заявки, а затем биржа определяет единую цену, по которой исполняется максимальный объём сделок. Такой механизм делает цены закрытия более устойчивыми к попыткам сдвинуть котировку одной крупной сделкой в последние секунды. Для индексных фондов аукцион закрытия особенно удобен, ведь они могут совершать сделки именно по тем ценам, по которым фиксируется индекс. Благодаря этому фондам легче точно следовать за индексом.

Стоит понимать, что цена, по которой рассчитывается индекс, берётся из реальных сделок на бирже. Если какая-то акция в определённый момент торгуется мало, её цена в индексе может обновляться реже, чем у самых ликвидных бумаг. Именно поэтому в базу расчёта стараются включать только ликвидные акции, о которых подробно рассказывает пятая глава. Для инвестора это означает, что индекс отражает не теоретическую стоимость компаний, а цены, по которым реально совершались сделки. Это делает его честным и проверяемым измерителем.

Постепенно индекс Мосбиржи превратился в главный бенчмарк российского рынка акций. Бенчмарком называют ориентир, с которым сравнивают результаты инвестиций. Управляющие компании указывают его в отчётах своих фондов, пенсионные фонды сопоставляют с ним доходность вло-

жений в акции, а финансовые журналисты ежедневно сообщают о его движении. Аналитики строят свои прогнозы, называя целевой уровень индекса на конец года. Для любого, кто инвестирует в российские акции, этот индекс служит общим языком.

Роль бенчмарка не ограничивается сравнением результатов. На основе индекса создаются финансовые продукты, от индексных фондов до фьючерсов и структурных нот. Его значение используют в договорах и расчётах, например при определении вознаграждения управляющих. Банки предлагают вклады и программы страхования жизни, доходность которых привязана к индексу. Чем больше продуктов строится вокруг индекса, тем важнее, чтобы правила его расчёта оставались стабильными и предсказуемыми.

Бенчмарк важен и для самого частного инвестора, даже если он не покупает индексный фонд. Любое решение о вложениях в российские акции можно оценить, сравнив его с результатом индекса за тот же период. Если вы держали портфель из отдельных акций и заработали меньше индекса, значит, ваш выбор бумаг обошёлся вам дороже, чем простое следование рынку. Если больше, стоит проверить, не связано ли это с повышенным риском или простым везением. Без такого ориентира инвестор не может понять, хорошо ли он распоряжается своими деньгами.

Денис, узнав об этой истории, заметил, что если индекс так важен, то крупные игроки наверняка пытаются им мани-

пулировать. Это разумное подозрение, которое касается любого индекса в мире. Защитой служат как раз строгие правила включения бумаг, требования к ликвидности и ограничения весов, которые не позволяют одной компании определять движение индекса. Биржа и Банк России следят за манипулированием ценами, а нарушения преследуются по закону. Полностью исключить отдельные попытки нельзя, но двигать широкий индекс в своих интересах очень дорого и рискованно.

Последний сюжет этой главы связан с тем, как правильно читать длинную историю индекса. Самая частая ошибка заключается в том, чтобы просто взять начальную и конечную точку и поделить одну на другую. Рост с 100 до нескольких тысяч пунктов выглядит впечатляюще, но за этот же период цены в стране выросли многократно. Значительная часть роста индекса отражает не реальное обогащение, а обесценивание рубля. О том, сколько остаётся после поправки на инфляцию, подробно рассказывает девятая глава.

Вторая ошибка связана с масштабом графика. На обычном графике рост с 100 до 200 пунктов выглядит крошечным, а рост с 2 000 до 2 200 кажется заметнее, хотя в первом случае индекс удвоился, а во втором вырос лишь на 10%. Из-за этого ранние годы истории индекса на обычном графике выглядят ровной линией у самого дна. Чтобы видеть реальную картину, профессионалы используют логарифмическую шкалу, где одинаковое расстояние по вертикали со-

ответствует одинаковому процентному изменению. Многие сервисы с графиками позволяют включить такую шкалу одним нажатием.

Третья ошибка заключается в выборе удобных точек начала и конца. Если начать отсчёт со дна кризиса, любая стратегия покажет блестящий результат. Если начать с вершины перед обвалом, та же стратегия может выглядеть провальной на протяжении многих лет. Продавцы финансовых продуктов нередко выбирают период, который выгодно подчёркивает их историю. Честное изучение индекса требует смотреть на разные периоды и не делать выводов по одной паре точек.

Четвёртая ошибка касается валюты, в которой рассматривается история. Если смотреть на рублёвый индекс Мосбиржи, рост кажется большим, если на долларовый индекс РТС, картина выглядит гораздо скромнее. Обе картины верны, просто они отвечают на разные вопросы. Рублёвый индекс показывает, что случилось с рублёвыми сбережениями, вложенными в акции. Долларовый индекс показывает, как изменилась стоимость российского рынка для того, кто мыслит в долларах.

Пятая ошибка состоит в том, чтобы приписывать индексу результаты, которые получил бы идеальный инвестор. Ни один реальный человек не мог купить индекс в 1997 году по его стартовому значению, ведь индексных фондов тогда не было, а самостоятельная покупка всех бумаг требовала больших денег и усилий. Реальные инвесторы входили

в рынок позже, частями, с комиссиями и налогами. Поэтому длинную историю индекса правильнее воспринимать как описание рынка, а не как гарантированный результат любого вкладчика. Насколько близко можно подойти к результату индекса на практике, рассказывают главы о фондах и комиссиях.

Ольга, слушая всё это, призналась отцу, что раньше смотрела на график индекса как на кардиограмму, по которой надо угадать, будет ли пациент жить. Теперь она понимала, что это скорее летопись, в которой записана вся история российского рынка с его надеждами и разочарованиями. Николай Степанович заметил, что его ваучер тоже часть этой летописи, просто он остался на её полях. Ему было любопытно, что стало бы с его десятью тысячами, если бы он тогда вложил их с умом. Ответ на этот вопрос сложен, ведь в 1992 году индексных фондов ещё не существовало, а сам индекс появился лишь через пять лет.

Этот разговор показывает важную мысль о доступности рынка. В 1990-е годы обычный человек практически не мог купить весь рынок, у него не было ни инструментов, ни информации, ни надёжной инфраструктуры. Индекс тогда существовал только как число в отчётах профессионалов. Сегодня ситуация изменилась кардинально, ведь индекс можно купить в мобильном приложении за несколько минут на любую сумму. Путь от ваучера в старой папке до индексного фонда в смартфоне занял тридцать лет и стал одним из са-

мых заметных изменений в отношениях россиян с деньгами.

Николай Степанович задал дочери ещё один вопрос, который часто задают люди его поколения. Он спросил, не повторится ли история с чековыми фондами и не исчезнут ли её деньги вместе с управляющей компанией. Ольга честно ответила, что риски есть у любого вложения, но устройство современных фондов принципиально отличается от того, что было в девяностые. Имущество фонда отделено от имущества управляющей компании, учитывается независимым депозитарием и не может быть использовано для погашения её долгов. Подробнее об этой защите и её пределах рассказывает четырнадцатая глава.

Ещё одно отличие касается прозрачности. Чековый фонд девяностых мог годами не сообщать вкладчикам, во что вложены их деньги, и ссылаться на коммерческую тайну. Современный индексный фонд обязан регулярно раскрывать состав своего имущества, стоимость чистых активов и правила работы. Более того, состав его портфеля заранее известен любому, кто откроет методику индекса на сайте биржи. Инвестор может в любой момент проверить, насколько фонд следует своему обещанию, и сравнить его результат с индексом.

Внимательный читатель уже заметил, что история индекса тесно связана с историей биржевой инфраструктуры. Пока биржи были раздроблены, а расчёты ненадёжны, индекс оставался лишь индикатором для профессионалов. Ко-

гда появилась единая биржа с центральным контрагентом и электронной торговлей, индекс стал основой для массовых продуктов. Надёжность расчётов, хранения бумаг и раскрытия информации так же важна для индексного инвестора, как и сам индекс. Без этой инфраструктуры красивое число на экране не превратилось бы в реальный инструмент сбережений.

Отдельного упоминания заслуживает вопрос о том, как индекс вёл себя в периоды, когда торговля останавливалась. В истории российского рынка были дни и даже недели, когда биржа не проводила торги акциями из-за чрезвычайных обстоятельств. В такие периоды индекс просто не рассчитывался, а после возобновления торгов продолжал расчёт с новых цен. На графике это выглядит как разрыв или резкий скачок между двумя соседними значениями. Подробнее о самом известном таком эпизоде рассказывает десятая глава, а здесь важно знать, что пропуски в истории индекса бывают и имеют объяснение.

Возвращаясь к началу главы, можно сказать, что индекс Мосбиржи прожил вместе со страной почти три десятилетия. Он родился в период надежд, почти сразу пережил тяжёлый кризис, видел бурный рост 2000-х, объединение бирж, переименование и многочисленные потрясения 2010-х и 2020-х годов. Каждое из этих событий оставило след на его графике и в его составе. Знать эту историю полезно не для того, чтобы предсказывать будущее, а для того, чтобы

понимать, что индекс уже многое выдержал. Это не гарантирует будущего, но помогает воспринимать его колебания спокойнее.

Пройдём ещё раз по главным вехам этой хронологии. Российский рынок акций родился из массовой приватизации начала 1990-х годов, а первые индексы появились, чтобы измерять его хаотичную жизнь. Индекс РТС стартовал в 1995 году в долларах, индекс ММВБ в 1997 году в рублях, оба со ста пунктов. После слияния бирж в 2011 году индексы стали частью единой системы, а в 2017 году индекс ММВБ получил нынешнее имя индекса Мосбиржи. Мы обсудили, кто и как его рассчитывает, почему он стал главным бенчмарком и как избежать типичных ошибок при чтении его истории.

У индекса Мосбиржи, как у любого известного человека, есть многочисленная родня. Московская биржа рассчитывает десятки других индексов, которые измеряют разные части рынка, отдельные отрасли, небольшие компании или облигации. Некоторые из них могут быть полезны индексному инвестору как дополнение к основному индексу или как альтернатива. Чтобы не запутаться в этом многообразии, полезно понимать, для чего создан каждый из них. Об этом семействе индексов пойдёт речь в четвёртой главе.

Глава 4. Семейство индексов Мосбиржи

Денис решил подойти к вопросу индексов основательно и открыл раздел с индексами на сайте Московской биржи. Он ожидал увидеть там один-два показателя, о которых каждый день говорят в новостях. Вместо этого перед ним оказался длинный список из десятков названий с загадочными кодами из латинских букв. Здесь были индексы голубых фишек, широкого рынка, отдельных отраслей, облигаций, полной доходности и даже индексы устойчивого развития. Денис позвонил Ольге и с иронией спросил, какой из этих сорока индексов она собирается покупать.

Вопрос был не таким уж ироничным, как казалось Денису. Многообразие индексов действительно сбивает с толку начинающего инвестора, ведь непонятно, чем они отличаются и зачем нужны. Кто-то видит в этом списке возможность выбрать что-то интереснее основного индекса. Кто-то пугается и решает, что в индексах разобраться так же сложно, как в отдельных акциях. На самом деле у каждого индекса есть своя понятная задача, и после небольшого знакомства семейство индексов выглядит вполне логичным.

Начнём с того, зачем бирже вообще столько индексов. Индекс это инструмент измерения, а измерять рынок можно с

разных сторон. Врач тоже не ограничивается одним показателем здоровья, он смотрит на давление, пульс, анализ крови и температуру, каждый из которых говорит о своём. Биржа точно так же измеряет рынок целиком, его отдельные части, отдельные отрасли и отдельные свойства бумаг. Разные пользователи нуждаются в разных измерениях, и каждый индекс отвечает на свой вопрос.

Пользователей у индексов несколько групп. Частным инвесторам нужен понятный ориентир для своих вложений и основа для индексных фондов. Управляющим компаниям нужны бенчмарки для специализированных фондов, например отраслевых или фондов небольших компаний. Аналитикам и экономистам нужны показатели, чтобы следить за состоянием отдельных секторов экономики. Торговцам на срочном рынке нужны индексы, на которые можно заключать фьючерсные и опционные контракты.

Создание каждого нового индекса для биржи тоже имеет смысл. Индексы привлекают внимание к рынку, служат основой для новых продуктов и укрепляют роль биржи как центра финансовой информации. Поэтому список индексов со временем расширяется, а некоторые устаревшие показатели перестают рассчитывать. Инвестору не нужно знать все индексы наизусть. Достаточно понимать основные группы и знать, где посмотреть подробности, если понадобится.

Главным членом семьи остаётся сам индекс Мосбиржи, история которого рассказана в третьей главе. Его ближай-

ший родственник индекс РТС рассчитывается по той же базе бумаг, но в долларах. Вокруг этих двух основных показателей выстроены все остальные индексы акций. Почти у каждого рублёвого индекса есть долларовый двойник с похожим названием. Для российского инвестора, сберегающего в рублях, рублёвые версии обычно удобнее и понятнее.

Первым интересным родственником стоит назвать индекс голубых фишек. Голубыми фишками называют акции крупнейших и наиболее надёжных компаний, которыми активно торгуют на бирже. Индекс голубых фишек Мосбиржи включает пятнадцать наиболее ликвидных акций российского рынка. Состав этого индекса пересматривается вместе с основным, и в него попадают только самые торгуемые бумаги.

Сам термин появился в США в 1920-е годы и, по распространённой версии, впервые прозвучал в разговоре биржевиков, обсуждавших дорогие акции крупных компаний. С тех пор голубыми фишками во всём мире называют бумаги лидеров рынка, которые принято считать относительно надёжными. Важно понимать, что надёжность здесь понятие относительное, ведь акции крупнейших компаний тоже могут падать на десятки процентов. Голубая фишка означает прежде всего размер и ликвидность, а не гарантию от убытков. История российского рынка знает немало бывших голубых фишек, которые потеряли этот статус.

Чем индекс голубых фишек отличается от основного ин-

декса Мосбиржи на практике? Основной индекс включает несколько десятков компаний, а голубые фишки только пятнадцать, но именно эти пятнадцать составляют большую часть веса основного индекса. Поэтому динамика двух индексов обычно очень похожа, и в большинстве лет разница между ними невелика. Различия проявляются, когда компании за пределами первой пятнадцатки ведут себя заметно иначе, чем лидеры. Например, в периоды, когда небольшие компании растут быстрее крупных, основной индекс может немного обгонять голубые фишки.

Для частного инвестора индекс голубых фишек интересен прежде всего как ориентир для самостоятельной сборки портфеля. Купить пятнадцать акций гораздо проще, чем несколько десятков, и при этом результат будет близок к рынку в целом. Подробно о том, как собрать подобие индекса своими силами, рассказывает семнадцатая глава. Кроме того, на индекс голубых фишек иногда создаются отдельные биржевые продукты. Однако основным выбором для индексных фондов всё же остаётся широкий индекс Мосбиржи.

Денис, узнав про голубые фишки, сразу заметил, что большинство его восьми акций входит именно в этот индекс. Это довольно типичная ситуация для частного инвестора, который выбирает бумаги самостоятельно. Люди склонны покупать акции известных компаний, о которых часто пишут в новостях, а это и есть голубые фишки. Получается, что портфель Дениса представляет собой урезанную версию индекса

голубых фишек с перекосом в его любимые компании. Ольга не преминула заметить, что за эту урезанную версию Денис платит своим временем и нервами.

Следующий важный член семьи это индекс акций средней и малой капитализации. Он измеряет ту часть рынка, которая находится за пределами крупнейших компаний. Капитализацией называют рыночную стоимость всех акций компании, то есть цену одной акции, умноженную на их количество. Компании средней и малой капитализации обычно моложе, менее известны и сильнее зависят от внутренней экономики. Индекс таких компаний ведёт себя иначе, чем индекс гигантов, и иногда это различие бывает весьма заметным.

Небольшие компании часто растут быстрее крупных в периоды оживления экономики, ведь им проще удвоить выручку с низкой базы. Одновременно они сильнее падают в кризисы, ведь у них меньше запаса прочности и хуже доступ к финансированию. Их акции обычно менее ликвидны, то есть купить или продать крупную сумму сложнее и дороже. Поэтому индекс средней и малой капитализации обычно более волатилен, чем основной индекс. Для инвестора это означает и больше возможностей, и больше риска.

Хорошо представить разницу помогает сравнение лодок разного размера. Большой паром медленно набирает ход, но спокойно переносит волнение, в то время как лёгкая моторная лодка быстро разгоняется, но сильно раскачивается на

волнах. В штиль лодка обгоняет паром без труда, а в шторм её может захлестнуть. Компании средней и малой капитализации похожи на такие лодки, они быстрее реагируют на хорошие времена и тяжелее переживают плохие. Индекс таких компаний наследует этот характер.

Есть у этого сегмента и чисто практическая особенность, связанная с ценой сделок. Разница между ценой покупки и ценой продажи у небольших компаний обычно шире, чем у голубых фишек. Фонд, который следует за индексом средней и малой капитализации, теряет на этих спредах больше, чем фонд на основной индекс. В результате отставание такого фонда от своего индекса обычно заметнее. Покупая фонд на небольшие компании, стоит учитывать, что часть возможного дополнительного дохода съедят именно торговые издержки.

Исторически на многих мировых рынках небольшие компании на длинных периодах приносили немного более высокую доходность, чем крупные. Этот эффект описали исследователи ещё в 1980-е годы, а затем он вошёл в известную модель Фамы и Френча. Однако эффект оказался непостоянным, бывали долгие десятилетия, когда крупные компании обгоняли небольшие. На российском рынке история индекса малых и средних компаний слишком коротка и неоднородна, чтобы делать уверенные выводы. Поэтому рассматривать этот индекс как гарантированный способ обогнать основной рынок было бы ошибкой.

Первым этот эффект подробно описал американский исследователь Рольф Банц в работе 1981 года, сравнив доходность акций компаний разного размера за несколько десятилетий. Позже Юджин Фама и Кеннет Френч включили размер компании в свою трёхфакторную модель как один из источников дополнительной доходности. После публикации этих работ многие фонды начали целенаправленно покупать небольшие компании, и в последующие годы преимущество заметно ослабло. Этот сюжет хорошо показывает, что известная всем закономерность на рынке со временем перестаёт приносить лёгкие деньги. Тем не менее индексы небольших компаний остаются полезным инструментом для тех, кто сознательно хочет добавить в портфель эту часть рынка.

Важно не путать индекс средней и малой капитализации с совокупностью всех небольших компаний на бирже. В него тоже попадают только бумаги, которые проходят определённый фильтр ликвидности и доли акций в свободном обращении. Совсем мелкие и малоторгуемые компании в индекс не входят, ведь их цены слишком легко сдвинуть небольшими сделками. Таким образом, даже этот индекс отражает не весь второй эшелон, а лишь его более качественную часть. Инвестору, который хочет вложиться в действительно небольшие компании, придётся иметь дело с ещё более высокими рисками.

Над всеми индексами акций стоит индекс широкого рынка, который объединяет крупные, средние и небольшие ком-

пании в одном показателе. Его база расчёта шире, чем у основного индекса Мосбиржи, и включает около сотни бумаг. Такой индекс ближе к идее купить весь стог сена, о которой мы говорили в первой главе. Однако из-за взвешивания по капитализации добавление небольших компаний мало меняет его поведение, ведь их совокупная доля невелика. На практике индекс широкого рынка и основной индекс движутся почти синхронно.

Почему же индексные фонды чаще ориентируются на основной индекс, а не на индекс широкого рынка? Главная причина связана с ликвидностью и стоимостью повторения. Чтобы точно следовать за индексом широкого рынка, фонду приходится покупать много бумаг с небольшими оборотами, а это увеличивает издержки на сделки. Основной индекс включает меньше компаний, но они достаточно ликвидны, чтобы фонд мог дёшево и точно повторять их веса. Разница в результатах между двумя индексами обычно меньше, чем разница в стоимости их повторения.

Хорошая аналогия здесь связана с опросом общественного мнения. Чтобы узнать настроения всей страны, социологам не нужно опрашивать каждого жителя. Достаточно правильно составить выборку, и её результаты будут очень близки к результатам сплошного опроса. Основной индекс Мосбиржи работает как такая выборка, ведь его компании составляют подавляющую часть стоимости всего рынка акций. Добавление сотен мелких компаний изменило бы результат

совсем немного, но сделало бы расчёт гораздо дороже.

Отдельную большую группу составляют отраслевые индексы. Московская биржа рассчитывает индексы нефти и газа, финансов, металлов и добычи, электроэнергетики, телекоммуникаций, потребительского сектора, химии и нефтехимии, транспорта и некоторых других отраслей. Каждый такой индекс объединяет компании одной сферы экономики. Отраслевые индексы позволяют увидеть, как чувствует себя конкретный сектор, независимо от рынка в целом. Иногда нефтегазовый индекс растёт, когда финансовый падает, и наоборот.

У отраслевых индексов есть одна важная особенность, которую часто упускают из виду. В некоторых отраслях российского рынка всего несколько крупных компаний, и одна из них может составлять значительную часть отраслевого индекса. Тогда отраслевой индекс фактически отражает судьбу одного-двух эмитентов, а не всей отрасли. Чтобы смягчить эту проблему, в методиках отраслевых индексов тоже применяются ограничения веса отдельных компаний. Тем не менее концентрация в таких индексах всегда выше, чем в основном индексе Мосбиржи.

Отраслевые индексы особенно полезны аналитикам, которые сравнивают отдельную компанию с её конкурентами. Если акции одной нефтяной компании выросли на 15%, а отраслевой индекс нефти и газа на 25%, значит, компания отстала от своей отрасли. Если же отраслевой индекс упал,

а компания выросла, её успехи выглядят ещё убедительнее. Для частного инвестора отраслевые индексы полезны как средство понять, откуда берутся движения основного индекса. Их структура хорошо показывает, какие отрасли тянут рынок вверх или вниз.

На некоторые отраслевые индексы существуют отдельные фонды, и у начинающих инвесторов возникает соблазн вложиться в отрасль, которая кажется перспективной. Здесь легко повторить ошибку выбора отдельных акций, только на уровне отраслей. Угадать, какая отрасль будет расти быстрее остальных в ближайшие годы, так же трудно, как угадать лучшую компанию. Кроме того, отраслевые индексы обычно сильно сконцентрированы, ведь в каждой отрасли российского рынка доминируют несколько крупных компаний. Вложение в отраслевой фонд превращается в ставку на небольшую группу бумаг.

Коллега Дениса по имени Артём весной одного из удачных для нефти годов купил паи отраслевого фонда нефти и газа, когда о росте цен на нефть писали все новостные сайты. Через полгода нефть подешевела, а его вложения потеряли около пятой части стоимости. Артём признался, что покупал не отрасль, а историю, которая в тот момент казалась убедительной. Основной индекс за тот же период тоже снизился, но заметно меньше, ведь его поддерживали компании других отраслей. История Артёма хорошо показывает, почему отраслевые индексы лучше использовать как измерительный

прибор, а не как основу долгосрочной стратегии.

Отраслевые индексы полезно рассматривать и как карту экономики страны. Если в течение нескольких лет индекс потребительского сектора стабильно растёт быстрее остальных, это говорит о том, что внутренний спрос набирает силу. Если лидируют экспортные отрасли, вероятно, благоприятна внешняя конъюнктура или ослаб рубль. Такая карта помогает понимать, почему основной индекс ведёт себя именно так, а не иначе. Для экономически любознательного инвестора отраслевые индексы становятся увлекательным источником наблюдений, даже если он не покупает на них фонды.

Особое место в семействе занимает индекс, который рассчитывается не только в основную торговую сессию. Московская биржа в последние годы расширила время торгов акциями, добавив утреннюю и вечернюю сессии, а затем и торги в выходные дни. Основной индекс Мосбиржи по-прежнему рассчитывается по ценам основной сессии, чтобы сохранять сопоставимость со своей историей. Для дополнительных периодов торгов биржа рассчитывает отдельный индекс с обозначением IMOEX2. Он позволяет следить за настроениями рынка в те часы, когда основной индекс не обновляется.

Для долгосрочного инвестора индекс дополнительных сессий имеет скорее справочное значение. Он может показать, как рынок отреагировал на важную новость, вышедшую вечером или в выходной день. Однако торги в эти периоды обычно менее активны, а цены могут быть менее устойчивы-

ми. Ориентироваться на них при принятии решений о покупке долгосрочного фонда нет особого смысла. Ольга для себя решила, что ей достаточно знать о существовании этого индекса, а следить за ним по вечерам она не станет.

Следующая группа это стратегические и тематические индексы, которые отбирают компании по особым признакам. Среди них есть индексы, составленные с равными весами всех компаний, есть индексы компаний с высокими дивидендами, есть индексы, отражающие качество корпоративного управления и устойчивое развитие. Например, вместе с Российским союзом промышленников и предпринимателей биржа рассчитывает индексы, в которые входят компании с лучшими показателями в сфере ответственного ведения бизнеса. Подобные индексы появились в ответ на мировую моду на экологические и социальные критерии. Они позволяют посмотреть на рынок через другую линзу.

Индексы ответственного бизнеса строятся по результатам оценки компаний по экологическим, социальным и управленческим показателям. Компании, которые раскрывают больше информации о своём влиянии на окружающую среду, о работе с персоналом и о практике управления, получают более высокие оценки. В индекс попадают те, кто набрал достаточный балл и при этом удовлетворяет требованиям к ликвидности. Для инвестора такие индексы интересны прежде всего как способ увидеть, какие компании серьёзнее относятся к прозрачности. Их доходность при этом может

как превышать, так и уступать основному индексу.

Есть также индекс, составленный из десяти наиболее ликвидных акций с равными весами. В отличие от основного индекса, где крупнейшие компании весят больше, здесь каждая бумага получает одинаковую долю. Такой индекс показывает, как ведёт себя средняя крупная компания, а не самая большая. Иногда его результаты заметно расходятся с основным индексом, особенно когда лидеры рынка ведут себя иначе, чем остальные. Достоинства и недостатки равных весов как альтернативы классическому индексу подробно обсуждаются в девятнадцатой главе.

Стратегические индексы интересны тем, что они воплощают определённую инвестиционную идею в виде строгих правил. Если вы считаете, что компании с высокими дивидендами надёжнее, вы можете посмотреть, как вёл себя соответствующий индекс на протяжении многих лет. Это гораздо честнее, чем полагаться на собственную память или чужие истории. При этом важно понимать, что многие стратегические индексы существуют недолго, и их история может не включать по-настоящему тяжёлых периодов. Короткая история успеха может оказаться просто удачным отрезком времени.

Здесь же стоит упомянуть, что почти у каждого индекса акций есть версия полной доходности, которая учитывает реинвестирование дивидендов. Именно такие версии лучше всего показывают реальный результат инвестора. Подробно

о них и о разнице между ценовыми индексами и индексами полной доходности рассказывает восьмая глава. Пока достаточно запомнить, что за каждым ценовым индексом может скрываться его более честный двойник. При сравнении фондов полезно всегда уточнять, какая версия индекса используется.

Совершенно другая ветвь семейства это индексы облигаций. Московская биржа рассчитывает индексы государственных облигаций, корпоративных облигаций и муниципальных облигаций. Самый известный из них индекс государственных облигаций, который отражает динамику цен облигаций федерального займа. Аналитики внимательно следят за ним, ведь он чутко реагирует на ожидания по ключевой ставке Банка России. Когда рынок ждёт снижения ставок, цены облигаций растут, и индекс идёт вверх, а при ожидании повышения ставок он снижается.

Как и в случае с акциями, у облигационных индексов есть ценовые версии и версии полной доходности. Ценовой индекс облигаций показывает только изменение цен, а индекс полной доходности учитывает ещё и купоны, которые получают держатели. Для облигаций разница особенно велика, ведь основную часть дохода инвестор получает именно в виде купонов. На индексы облигаций существуют свои фонды, которые позволяют одной покупкой вложиться сразу в широкий набор долговых бумаг. Как облигационные индексы могут дополнять индекс акций в портфеле, подробно расска-

зывает тринадцатая глава.

Денис спросил, есть ли смысл одновременно держать фонды на несколько индексов акций, например основной, голубые фишки и средние компании. На первый взгляд это кажется хорошей диверсификацией, ведь у вас три разных фонда. На деле индексы акций сильно перекрываются, и такой набор во многом дублирует сам себя. Голубые фишки уже входят в основной индекс, а значительная часть компаний средней капитализации входит в него тоже. Три фонда на пересекающиеся индексы могут дать почти тот же портфель, что и один фонд на основной индекс, только с тройными хлопотами.

Это приводит нас к важному навыку сравнения индексов с разной методикой. Прежде чем сравнивать результаты двух индексов, полезно выяснить, по каким правилам они составлены. Первое, на что стоит обратить внимание, это число компаний в базе расчёта. Второе это способ взвешивания, ведь индекс с равными весами ведёт себя иначе, чем индекс, взвешенный по капитализации. Третье это валюта расчёта и учёт дивидендов.

Сравнение ценового индекса с индексом полной доходности всегда будет некорректным. Если один индекс учитывает дивиденды, а другой нет, первый будет выглядеть лучше просто за счёт дивидендов, даже если компании в них одинаковые. Точно так же некорректно сравнивать рублёвый индекс с долларовым, ведь разница будет отражать изменение

курса. Нужно сравнивать подобное с подобным, иначе выводы окажутся ложными. Это правило кажется очевидным, но в рекламе финансовых продуктов его нарушают удивительно часто.

Ещё один важный параметр это длина истории индекса. Некоторые индексы рассчитываются с 1990-х годов, а другие появились несколько лет назад. Часто биржа рассчитывает значения нового индекса задним числом, чтобы показать, как бы он вёл себя в прошлом. Такая реконструкция полезна, но она не равна реальной истории, ведь правила составлялись уже со знанием того, что произошло. Индекс, придуманный сегодня, легко подогнать так, чтобы его прошлое выглядело привлекательно.

В мире инвестиций эту проблему называют ошибкой подгонки под историю. Представьте, что вы перебрали сотню разных правил отбора акций и выбрали то, которое лучше всего работало за последние двадцать лет. Почти наверняка найдётся правило с блестящими результатами, но причина успеха может быть случайной. В будущем такое правило с большой вероятностью покажет обычный или даже слабый результат. Поэтому к индексам с короткой реальной историей и красивой реконструкцией прошлого стоит относиться с осторожностью.

Не менее важен вопрос частоты пересмотра состава. Большинство индексов Мосбиржи пересматриваются раз в квартал, но у некоторых стратегических индексов правила мо-

гут быть иными. Частые пересмотры означают, что фонду на такой индекс придётся чаще торговать, а это увеличивает его издержки. Индекс с высоким оборотом может выглядеть привлекательно на бумаге, но его реальное повторение обойдётся заметно дороже. Об этом стоит помнить, когда вы выбираете фонд на необычный индекс.

Теперь можно ответить на вопрос, какой индекс подходит для какой задачи. Если ваша цель состоит в том, чтобы долгосрочно вложиться во весь российский рынок акций с минимальными усилиями, основной индекс Мосбиржи или его версия полной доходности будет естественным выбором. Если вы хотите сравнить свой портфель из нескольких крупных акций с рынком, удобным ориентиром может стать индекс голубых фишек. Если вы интересуетесь небольшими компаниями, ориентиром будет индекс средней и малой капитализации. Если вам нужно понять, как дела у конкретной отрасли, помогут отраслевые индексы.

Для оценки облигационной части портфеля подходят облигационные индексы, причём лучше в версиях полной доходности. Для изучения определённых инвестиционных идей, например дивидендной стратегии, полезно посмотреть на соответствующие стратегические индексы. Для того, кто считает результаты в долларах, логично использовать долларовые версии индексов. Каждый инструмент хорош для своей задачи, и ошибка обычно возникает тогда, когда индекс используют не по назначению. Отраслевой индекс не должен

становиться основой пенсионного портфеля только потому, что его отрасль была модной в прошлом году.

Ольга для себя сделала простой вывод из этого знакомства с семейством индексов. Её главной опорой будет основной индекс Мосбиржи, а точнее его версия полной доходности. Все остальные индексы она будет использовать как источники информации, которые помогают понимать, что происходит на рынке. Ей не нужно покупать каждый из них, как не нужно покупать каждый прибор в медицинском кабинете, чтобы знать своё здоровье. Позже она, возможно, добавит облигационный индекс для снижения рисков, но это будет отдельное решение.

Ей понравилась и ещё одна мысль, которую она вынесла из знакомства с индексами. Чем проще выбранный ориентир, тем легче придерживаться его годами и тем меньше соблазнов что-то менять. Если бы она держала пять разных индексных фондов, каждый квартал один из них обязательно выглядел бы хуже других, и ей хотелось бы его заменить. С одним основным индексом такой проблемы не возникает, ведь сравнивать его не с чем, кроме самого рынка. Простота здесь работает как защита от собственных импульсивных решений.

Денис оказался не столь лаконичен. Его заинтересовали отраслевые индексы, и он решил использовать их, чтобы проверить, насколько его любимые компании обгоняют свои отрасли. Ольга заметила, что это хорошая идея, ведь чест-

ная проверка лучше любых предположений. Через несколько недель Денис признал, что две его акции заметно отстали от собственных отраслей, хотя он считал их лучшими в своих секторах. Это был первый случай, когда индекс помог ему увидеть то, чего он не хотел замечать.

Через какое-то время Денис признался Ольге, что отраслевая проверка изменила его отношение к собственным решениям. Раньше он считал, что выбирает лучшие компании в каждой отрасли, а теперь видел, что его выбор нередко оказывается средним или хуже среднего. Он не отказался от своих акций, но стал внимательнее смотреть на результат в сравнении с подходящим индексом. Ольга заметила, что именно для этого индексы и существуют, ведь они дают честную точку отсчёта для любого решения. Без такой точки отсчёта легко принять обычный рост рынка за собственное мастерство.

Полезно помнить и о том, где найти информацию об индексах. Московская биржа публикует на своём сайте список всех индексов, их состав, веса бумаг, методику расчёта и историю значений. Многие брокерские приложения показывают основные индексы прямо на главном экране. Финансовые информационные сервисы позволяют строить графики индексов за любой период и сравнивать их между собой. Новичку достаточно научиться находить основной индекс, его версию полной доходности и состав базы расчёта.

При изучении индексов полезно не увлекаться количе-

ством. Многие начинающие инвесторы, обнаружив десятки индексов, начинают переходить от одного к другому в поисках лучшего. Это та же самая погоня за иголкой в стоге сена, только перенесённая на уровень индексов. Каждый год какой-то индекс оказывается лучшим, и каждый год это другой индекс. Тот, кто покупает прошлогоднего чемпиона, рискует купить его на вершине его успеха.

Стоит сказать и о том, как семейство индексов используется на срочном рынке. Фьючерсы и опционы заключаются прежде всего на основной индекс Мосбиржи и индекс РТС. Эти контракты позволяют профессиональным участникам быстро увеличивать или сокращать вложения во весь рынок сразу. Индексные фьючерсы относятся к самым популярным инструментам срочного рынка Мосбиржи. Как их может использовать частный инвестор и какие у них особенности, подробно рассказывает четырнадцатая глава.

Для частного инвестора важно знать ещё одну особенность названий. Индексы часто обозначают латинскими кодами, и в приложениях брокеров вы чаще увидите код, чем полное название. Основной индекс обозначается кодом IMOEX, его долларовый двойник RTSI, а у отраслевых и стратегических индексов коды составлены из сокращений английских названий отраслей. Запоминать все коды не нужно, но полезно знать коды тех индексов, которые вы используете для сравнения. Это избавит от путаницы, когда в разных источниках один и тот же индекс называют по-разному.

Ещё одна функция индексов семейства связана с аналитикой рынка в целом. По соотношению динамики разных индексов можно понять, что происходит с настроениями инвесторов. Если голубые фишки растут, а небольшие компании падают, это часто означает, что инвесторы осторожничают и выбирают самых надёжных. Если небольшие компании опережают крупные, настроения обычно более оптимистичны. Такие наблюдения не дают надёжных сигналов для покупок, но помогают лучше понимать, что происходит на рынке.

Наконец, семейство индексов помогает понять, насколько разнообразен или, наоборот, однообразен российский рынок. Если почти все индексы акций движутся одинаково, значит, рынок сильно зависит от одних и тех же факторов, например от цен на сырьё или от курса рубля. Если индексы разных отраслей расходятся, рынок становится более разнообразным, и диверсификация внутри него работает лучше. На российском рынке корреляция между отраслевыми индексами исторически довольно высока. Это одна из причин, по которым российскому инвестору стоит думать о диверсификации за пределами одного рынка акций, о чём рассказывают тринадцатая и девятнадцатая главы.

Подводя итог знакомству с семейством, стоит выделить несколько главных мыслей. Индексов на бирже много, потому что рынок можно измерять с разных сторон, и у каждого индекса есть своя задача. Основной индекс Мосбиржи и индекс голубых фишек отражают поведение крупнейших

компаний, индекс средней и малой капитализации измеряет второй эшелон, индекс широкого рынка охватывает около сотни бумаг. Отраслевые индексы показывают динамику отдельных секторов, стратегические индексы воплощают определённые инвестиционные идеи, а облигационные индексы измеряют долговой рынок. Для долгосрочного вложения во весь рынок акций основным выбором остаётся индекс Мосбиржи и его версия полной доходности.

Мы много раз говорили о том, что в индекс входят определённые компании, но пока не выяснили, по каким правилам их отбирают. Почему одна компания попадает в индекс, а другая, не менее известная, остаётся за его пределами? Как часто меняется состав и что происходит с акциями, которые включают в индекс или исключают из него? Ответы на эти вопросы определяют, что именно вы покупаете, вкладывая деньги в индексный фонд. Этим вопросам целиком посвящена пятая глава.

Глава 5. Пропуск в индекс и правила отбора компаний

Подруга Ольги со студенческих времён Вера работает аналитиком в небольшой управляющей компании и раз в квартал оказывается очень занята. Ольга пригласила её на кофе как раз в такую неделю и удивилась, что Вера всё время проверяет телефон. Вера объяснила, что через несколько дней биржа объявит новый состав индекса, и её отдел готовит расчёты, какие компании могут войти в базу, а какие покинуть её. От этого зависят сделки фондов, которыми управляет её компания, и цены нескольких акций. Ольга, которая только начала разбираться в индексах, попросила подругу объяснить, как вообще решается, кто попадает в индекс.

Вера улыбнулась и сказала, что это решается не на совещании за закрытыми дверями, а по правилам, которые любой может прочитать. Она достала телефон, открыла сайт биржи и показала Ольге документ на несколько десятков страниц. Это была методика расчёта индексов, своего рода конституция, которая определяет, как живёт индекс. Ольга призналась, что представляла себе всё иначе, и думала, что состав индекса выбирает какой-то эксперт по своему вкусу. Вера ответила, что именно в этом и заключается главная ценность индекса, ведь его состав определяют правила, а не чьё-

то мнение.

Методика расчёта индексов Московской биржи публикуется в открытом доступе вместе с изменениями и пояснениями к ним. В ней описано всё, от того, какие бумаги могут стать кандидатами, до того, как именно вычисляется значение индекса. Любое изменение методики объявляется заранее, чтобы участники рынка могли подготовиться. Это важно для фондов, которые повторяют индекс, ведь им нужно знать правила игры наперёд. Для частного инвестора методика служит гарантией того, что индекс не будет меняться по чьей-то прихоти.

Читать методику целиком начинающему инвестору не обязательно, документ написан сухим техническим языком и полон формул. Однако полезно знать, из каких основных частей он состоит. Первая часть описывает, какие бумаги могут рассматриваться для включения в индексы. Вторая часть содержит фильтры, которые отсеивают неподходящих кандидатов. Третья часть определяет порядок расчёта весов и значения индекса, а четвёртая описывает порядок пересмотра и действия в особых ситуациях.

Конституция государства хороша не тем, что она идеальна, а тем, что она известна всем и меняется по определённой процедуре. С методикой индекса происходит то же самое. Её правила могут кому-то казаться несовершенными, например кто-то считает, что ограничения весов слишком мягкие или слишком жёсткие. Однако все участники рынка знают

эти правила и могут на них опираться. Предсказуемость правил важнее их совершенства, ведь на неё опираются фонды с многомиллиардными активами.

Методика за годы существования индекса менялась не раз. Уточнялись пороги ликвидности, правила расчёта доли свободного обращения, порядок учёта привилегированных акций и бумаг иностранных эмитентов. В какой-то момент из правил убрали жёсткий предел на число бумаг в базе расчёта, сделав её размер зависимым от прохождения фильтров. Каждое такое изменение обсуждалось с участниками рынка и вводилось с заранее объявленной даты. Вера отметила, что следить за изменениями методики входит в её прямые обязанности, а частному инвестору достаточно знать, что они происходят открыто.

Разговор с Верой перешёл к первому вопросу, а именно к тому, кто вообще может стать кандидатом. В базу расчёта индексов акций могут попасть прежде всего акции российских компаний, торгующиеся на Московской бирже. Сюда относятся как обыкновенные, так и привилегированные акции. Кроме того, кандидатами могут быть бумаги ряда иностранных эмитентов, основной бизнес которых связан с Россией, если их бумаги торгуются на бирже в рублях. Облигации, паи фондов и другие инструменты в индекс акций не включаются, ведь он измеряет именно рынок акций.

Вопрос о бумагах иностранных эмитентов с российским бизнесом оказался на российском рынке довольно запутан-

ным. Несколько крупных компаний исторически были зарегистрированы за рубежом, например на Кипре или в Нидерландах, а в Москве торговались их акции или депозитарные расписки. После 2022 года работа с такими бумагами осложнилась, и многие из этих компаний прошли процедуру переезда в российскую юрисдикцию. Пока статус бумаг менялся, биржа принимала отдельные решения о том, оставлять ли их в индексе. Для индексного инвестора это означало, что состав базы менялся вслед за юридическими событиями, о которых он мог и не знать.

Список кандидатов формально может включать сотни бумаг, ведь на Московской бирже торгуются акции нескольких сотен компаний. Однако большинство из них не проходит фильтры, о которых пойдёт речь дальше. Можно сказать, что кандидатом становится любая акция, которой торгуют на бирже, а дальше начинается отбор. Сито за ситом методика отсеивает неподходящие бумаги, пока не останутся те, которые действительно отражают рынок. Результатом этого отбора становится база расчёта индекса.

Вера сравнила этот процесс с отбором в сборную по плаванию. Сначала на соревнования могут заявиться все спортсмены, у которых есть разряд. Затем отсеиваются те, кто не показал норматив в отборочных заплывах. Потом из оставшихся отбираются лучшие по результатам, но при равенстве преимущество получают действующие члены сборной. В итоге команда формируется по прозрачным критери-

ям, которые знает каждый спортсмен заранее.

Первое сито связано с листингом. Листингом называют включение ценных бумаг в список инструментов, допущенных к торгам на бирже. Этот список делится на уровни, и первый уровень предъявляет к эмитенту самые строгие требования, третий самые мягкие. Для первого уровня компания должна регулярно раскрывать информацию, соблюдать стандарты корпоративного управления, иметь независимых директоров в совете и вести отчётность по международным стандартам. Методика индексов отдаёт предпочтение бумагам из более высоких уровней листинга.

Первый и второй уровни вместе называют котировальным списком, а третий уровень относится к некотировальной части. Бумаги из третьего уровня может купить любой инвестор, но требования к их эмитентам минимальны. Компания может перейти с уровня на уровень, если улучшит корпоративное управление или, наоборот, перестанет соответствовать требованиям. Для многих компаний попадание в первый уровень становится предметом гордости и сигналом для инвесторов. Методика индексов использует эту систему как готовый фильтр качества.

Почему уровень листинга так важен для индекса? Индексный инвестор доверяет свои деньги всем компаниям базы сразу и не изучает каждую из них в отдельности. Поэтому важно, чтобы все компании соблюдали хотя бы минимальные стандарты прозрачности и защиты акционеров. Требо-

вания к листингу работают как фильтр, который отсекает компании с наиболее закрытым управлением. Это не гарантия от проблем, но заметное снижение вероятности неприятных сюрпризов.

Связанное требование касается раскрытия информации. Компании, акции которых торгуются на бирже, обязаны публиковать финансовую отчётность, сообщать о существенных событиях и проводить собрания акционеров по установленным правилам. В отдельные периоды российским компаниям разрешалось ограничивать раскрытие части информации из-за внешних обстоятельств. Это затрудняло анализ отдельных бумаг, но для индексного инвестора имело меньшее значение. Индексный фонд не принимает решений на основе отчётности, а следует за правилами индекса.

Второе сито связано с ликвидностью, и Вера назвала его самым важным для практики. Ликвидностью называют возможность быстро купить или продать бумагу по справедливой цене без большого влияния на котировки. Если акцией торгуют каждый день на крупные суммы, она ликвидна. Если сделки с ней проходят раз в несколько дней, а в стакане заявок почти пусто, она неликвидна. Включение неликвидных бумаг в индекс создало бы проблемы и для расчёта, и для фондов.

Методика оценивает ликвидность по нескольким показателям. Учитывается, в какой доле торговых дней с бумагой заключались сделки, ведь акция, которой торгуют лишь из-

редка, не может считаться ликвидной. Учитывается объём торгов, то есть сумма сделок за определённый период по отношению к стоимости бумаг в свободном обращении. Учитывается также число сделок, ведь одна крупная сделка в день не делает бумагу по-настоящему торгуемой. Бумаги, которые не проходят пороговые значения по этим показателям, в базу расчёта не попадают.

Чтобы почувствовать, как работает фильтр по объёму торгов, рассмотрим условный пример. Допустим, стоимость свободно обращающихся акций компании составляет 50 млрд рублей, а за квартал по ним совершено сделок на 5 млрд рублей. Значит, за квартал из рук в руки перешла десятая часть свободного обращения, и бумага выглядит достаточно торгуемой. Если бы за тот же квартал сделок было лишь на 200 млн рублей, то есть меньше половины процента свободного обращения, бумага вряд ли прошла бы фильтр. Методика использует похожие соотношения, хотя конкретные формулы и пороги в ней сложнее.

Почему ликвидность так важна для индексного инвестора? Представьте фонд, который должен купить акции компании, где сделки идут на несколько миллионов рублей в день, а фонду нужно вложить сотни миллионов. Такая покупка займёт недели и сама по себе поднимет цену бумаги. Фонд купит дороже, чем рассчитывал, и его результат отстанет от индекса. Требование ликвидности гарантирует, что индекс можно реально повторить, а не только посчитать на бумаге.

Третье сито касается доли акций в свободном обращении. Свободным обращением называют те акции, которые реально могут купить и продать обычные инвесторы на бирже. Акции, принадлежащие государству, основателям компании, стратегическим инвесторам или самой компании, обычно не продаются и в свободное обращение не входят. Если компания на девяносто пять процентов принадлежит одному владельцу, на бирже фактически обращаются только пять процентов её акций. Для такой бумаги трудно сформировать справедливую рыночную цену.

Рассмотрим, как определяется доля свободного обращения на простом примере. Допустим, у компании выпущено 100 млн акций, из которых 60 млн принадлежат государству, 10 млн контролирует основатель, а ещё 5 млн компания выкупила и держит на своём балансе. Тогда в свободном обращении остаются 25 млн акций, то есть четверть выпуска. Именно эту четверть реально покупают и продают инвесторы на бирже. Остальные три четверти акций не участвуют в торгах и не формируют рыночное предложение.

Методика устанавливает минимальную долю акций в свободном обращении для включения в базу расчёта. На момент написания книги это значение составляло порядка десяти процентов, а для очень крупных компаний допускались несколько более низкие пороги. Конкретные значения со временем менялись, поэтому для точной информации стоит сверяться с актуальной методикой. Биржа регулярно оцени-

вает долю свободного обращения каждой бумаги на основе данных о крупных акционерах. От этой оценки зависит не только попадание в индекс, но и вес компании, о чём рассказывает шестая глава.

Вера рассказала, что оценка свободного обращения часто вызывает споры. Компании иногда хотят, чтобы их доля в свободном обращении считалась выше, ведь это увеличивает вес в индексе и привлекает покупки фондов. Аналитики, наоборот, следят за тем, чтобы в свободное обращение не попадали пакеты, которые фактически контролируются крупными владельцами. Иногда компания проводит дополнительное размещение акций или крупный акционер продаёт часть пакета, и доля свободного обращения резко меняется. Каждый такой случай биржа учитывает при очередном пересмотре.

Ольга спросила, почему бы не включать в индекс всех желающих, ведь тогда индекс точнее отражал бы рынок. Вера ответила, что это как раз сделало бы индекс менее точным. Компании с крошечной долей свободного обращения и низкой ликвидностью легко двигать небольшими сделками, и их котировки не отражают реальной оценки рынка. Если бы такие бумаги входили в индекс, они вносили бы в него случайный шум. Фильтры помогают сохранить в индексе только те бумаги, цены которых действительно формируются множеством участников.

После прохождения всех фильтров у биржи остаётся спи-

сок бумаг, подходящих для индекса. Следующий шаг заключается в ранжировании по капитализации, рассчитанной с учётом свободного обращения. Бумаги выстраиваются по убыванию этой капитализации, и в базу расчёта отбираются верхние позиции списка. Таким образом, при прочих равных в индекс попадают самые крупные по рыночной стоимости свободно обращающихся акций компании. Это соответствует идее индекса как отражения основной части рынка.

Число бумаг в базе расчёта индекса Мосбиржи не является постоянным. В разные годы оно менялось, а в последние годы обычно составляло около сорока-пятидесяти бумаг. Раньше методика предусматривала верхний предел, а впоследствии правила стали гибче и число бумаг определяется прохождением фильтров. Для инвестора важно понимать, что несколько десятков бумаг покрывают подавляющую часть капитализации всего рынка. Добавление следующих бумаг из списка изменило бы картину лишь незначительно.

Обыкновенные и привилегированные акции одной компании рассматриваются как отдельные бумаги, и в индекс могут попасть обе, если каждая проходит фильтры. Это нередкая ситуация на российском рынке, где у нескольких крупных компаний активно торгуются оба типа акций. С точки зрения индекса это две разные бумаги с разными ценами, но один эмитент. Как это влияет на расчёт весов и ограничений, подробно разбирает шестая глава. Для отбора же важно, что

каждая бумага проходит сито самостоятельно.

Теперь подходим к одной из самых тонких частей методики, к буферным зонам. Представьте компанию, которая занимает в рейтинге место прямо на границе включения. В один квартал она чуть выше границы и попадает в индекс, в следующий чуть ниже и выпадает, а потом снова поднимается. Если бы состав индекса менялся при каждом таком колебании, фонды постоянно покупали бы и продавали бумагу, неся лишние расходы. Сама бумага при этом испытывала бы резкие колебания спроса.

Буферная зона решает эту проблему за счёт разных правил для тех, кто уже в индексе, и тех, кто только претендует. Бумага, которая уже входит в базу расчёта, исключается только тогда, когда опускается в рейтинге заметно ниже границы. Бумага, которая претендует на включение, должна подняться заметно выше границы. Похожие буферы применяются и к показателям ликвидности, ведь кратковременное снижение торгов не должно сразу выбрасывать бумагу из индекса. Благодаря этому состав индекса меняется плавно, без лишней суеты.

Покажем работу буфера на условных цифрах. Допустим, по правилам в индекс входят бумаги, которые занимают места с первого по сорок пятое в рейтинге капитализации. Новая бумага будет включена, только если поднимется, скажем, на сороковое место или выше. Бумага, которая уже входит в индекс, будет исключена, только если опустится, например,

на пятидесятое место или ниже. Бумага, оказавшаяся на сорок седьмом месте, останется в индексе, если уже была в нём, и не будет включена, если не была.

Вера сравнила буферную зону с термостатом в квартире. Если бы термостат включал отопление при снижении температуры на десятую долю градуса и выключал при её повышении на ту же долю, котёл постоянно щёлкал бы туда-сюда и быстро сломался. Поэтому термостат включает отопление, когда температура опускается на градус ниже нормы, и выключает, когда она поднимается на градус выше. Этот промежуток защищает систему от лишних переключений. Буферная зона индекса работает по тому же принципу.

Для индексного инвестора буферные зоны важны тем, что они снижают оборот фонда. Каждое изменение состава индекса требует от фонда сделок, а сделки стоят денег. Чем реже меняется состав, тем меньше издержки фонда и тем точнее он может следовать за индексом. Вера отметила, что хорошо продуманные буферы экономят пайщикам индексных фондов заметные суммы. Эта экономия незаметна в повседневной жизни, но складывается за годы.

Следующий вопрос, который задала Ольга, касался того, как часто меняется состав индекса. Вера объяснила, что плановый пересмотр происходит раз в квартал. Новый состав начинает действовать с третьей пятницы марта, июня, сентября и декабря, а точнее со следующего за ней торгового дня. Решение об изменениях биржа объявляет заранее,

обычно за несколько недель до вступления их в силу. Это даёт фондам время подготовиться к сделкам.

Подготовка к пересмотру начинается задолго до объявления. Биржа собирает данные о торгах за предшествующий период, рассчитывает показатели ликвидности и свободного обращения, ранжирует бумаги. Затем предложения рассматривает индексный комитет, в котором участвуют представители профессионального сообщества. После утверждения изменения публикуются вместе с новыми ограничительными коэффициентами и долями свободного обращения. Аналитики вроде Веры пытаются предсказать эти изменения заранее, чтобы фонды могли планировать свои действия.

Ольга записала себе в телефон четыре даты пересмотра, чтобы иногда заглядывать в новости о составе индекса. Вера заметила, что это полезная привычка не для торговли, а для понимания. Увидев, какие бумаги входят в индекс и выходят из него, инвестор лучше чувствует, как меняется сам рынок. Через несколько лет таких наблюдений складывается живое представление о том, какие компании растут, а какие уходят в тень. Это знание пригодится, когда придётся спокойно объяснять себе, почему индекс ведёт себя тем или иным образом.

Ольга спросила, как часто состав индекса меняется на практике. Вера ответила, что обычно при каждом пересмотре включают или исключают одну-две бумаги, а иногда изменений нет совсем. Значительно чаще меняются не сами бу-

маги, а их параметры, например доли свободного обращения и ограничительные коэффициенты. Крупные изменения состава случаются при больших событиях на рынке, например при выходе на биржу новой крупной компании. Для индексного инвестора это означает, что его портфель обновляется постепенно и без резких перемен.

Помимо плановых пересмотров, методика предусматривает внеочередные изменения. Они происходят, когда с компанией случаются события, не позволяющие ждать следующего квартала. К таким событиям относятся делистинг, то есть прекращение торгов акциями на бирже, слияния и поглощения, реорганизации, банкротство. Например, если одна компания из индекса поглощает другую, акции поглощённой компании перестают торговаться, и индекс должен быть скорректирован. Биржа заранее объявляет о таких изменениях, если это возможно.

Особые правила действуют для ситуаций, когда торги бумагой приостанавливаются. Если приостановка длится недолго, бумага может остаться в индексе с последней известной ценой. Если торги прекращаются надолго, бумагу могут исключить из базы расчёта во внеочередном порядке. В истории российского рынка были периоды, когда сразу несколько бумаг иностранных эмитентов с российским бизнесом выбывали из индекса из-за проблем с торгами и расчётами. Каждый такой случай описывался в отдельных решениях биржи с указанием даты и порядка исключения.

Что происходит с индексным фондом, когда бумагу внезапно исключают из индекса? Фонд должен привести свой портфель в соответствие с новым составом, то есть продать исключённую бумагу и купить остальные в нужных пропорциях. Если торги бумагой продолжаются, это обычная, хотя иногда и болезненная по цене сделка. Если торги остановлены, фонд может временно оказаться с бумагой, которую невозможно продать, и тогда её оценка определяется по особым правилам. Пайщики в такой ситуации разделяют судьбу всех владельцев этой бумаги, но в доле, равной её весу в индексе.

Корпоративные события поменьше тоже требуют корректировок, хотя и не меняют состав индекса. Если компания проводит дробление акций, их количество увеличивается, а цена пропорционально снижается, и индекс не должен на это реагировать. Если компания проводит дополнительную эмиссию, растёт число акций, и это учитывается в расчёте капитализации. Если компания выкупает и погашает собственные акции, их число уменьшается. Все эти изменения обрабатываются так, чтобы значение индекса отражало только изменение рыночных цен, а не технические события.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, купив полную легальную версию на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.