

BOND ETF. Первый биржевой фонд на индекс от Cbonds

Всеволод ЛОБОВ,
директор по инвестициям,
УК «ДОХОДЪ»



С 18 августа на Московской бирже доступен новый биржевой фонд облигаций от УК «ДОХОДЪ» — ДОХОДЪ Сбондс Корпоративные облигации РФ. Этот фонд следует индексу Cbonds CBI RU Middle Market Investable и, по нашему мнению, является первым в России по-настоящему пассивным фондом рублевых облигаций.

ИДЕЯ

«По-настоящему пассивный» — в этом и была начальная идея фонда. Мы с самого начала поставили себе цель сформировать фонд на индекс, которому в принципе можно легко следовать.

Это было принципиальным требованием, выполнение которого позволяло обеспечить низкие затраты фонда и его предсказуемость (стабильные параметры риск/доходность), а значит, главные конкурентные преимущества.

Дополнительными требованиями стали высокий уровень диверсификации, относительно низкая оборачиваемость при ребалансировках и пассивное отражение всего рынка и/или его широких сегментов. Все это должно было обеспечить приемлемую доходность, снижение кредитных рисков и волатильности, широкое представительство эмитентов различных отраслей, а также снижение затрат.

Мы не ставили никаких требований по доходности и рискам, потому что все поставленные требования сами по себе должны были дать хорошую отдачу на риск.

При этом, конечно, окончательное решение о применении нового бенчмарка должно было основываться на его конкурентоспособности и параметрах доходность/риск.

РЕШЕНИЕ ПРОБЛЕМЫ ЛИКВИДНОСТИ

Общая проблема состояла в том, что на тот момент в России не было индекса, которому можно было бы следовать с приемлемой точностью с точки зрения инструментов.

Для решения этой проблемы управляющие вынуждены строить «смарт-бета» стратегии, в той или иной степени похожие на настоящие «смарт-бета», но довольно часто заключающиеся просто в ручном поиске замен для множества неликвидных облигаций в бенчмарке. Такой подход с очень широкой гибкостью, по крайней мере в теории, может приводить к использованию личных мнений (что исключает «смарт-бета») и, соответственно, нарушать непрерывность прошлых и будущих результатов вследствие потенциальной нестабильности стратегии. Это лишает упоминание бенчмарка в правилах фонда какого-либо смысла.

Общая проблема состояла в том, что на тот момент в России не было индекса, которому можно было бы следовать с приемлемой точностью с точки зрения инструментов

Эта главная проблема хорошо иллюстрируется с помощью измерения ликвидности активов, входящих в наиболее распространенные индексы облигаций. Мы в УК «ДОХОДЪ» используем для этого собственный коэффициент ликвидности облигаций.

Он основан на взвешенных отношениях среднедневного оборота облигации к среднедневному обороту всего рынка и среднедневного числа сделок облигации к аналогичному показателю рынка, а также на абсолютных требованиях к медиане дневного оборота облигации. Значение этого индекса выше 50 обычно говорит о том, что облигация «скорее ликвидна», значение выше 60 — о том, что облигация имеет высокую ликвидность.

Используя этот показатель, мы обнаружили, что базовый индекс корпоративных облигаций МосБиржи содержит около 70 % облигаций с коэффициентом ликвидности ниже 50. Например, медиана дневного оборота почти всех таких облигаций ниже 2 млн рублей в день. В более узких индексах, например на облигации от 1 до 3 лет или с рейтингом вокруг BVB, мы обнаружили похожую картину — 68 % и 72 % соответственно.

Такие индексы хорошо отражают рынок, но им невозможно сколько-нибудь точно следовать, и поэтому мы не могли использовать их в качестве бенчмарков для нового фонда. По этой причине мы и обратились в Cbonds.

Так родилась линейка индексов Cbonds Investable, созданная специально для управляющих инвестиционными фондами. Основные отличия этой линейки от остальных состоят в замене параметра среднего оборота на медиану среднедневного оборота за последние 90 дней, более широкой диверсификации и отражении новых сегментов рынка (Total Market, Top Market и Middle Market).

Проблема ликвидности в них решена таким образом, что мы получаем бенчмарк с 0 % активов с коэффициентом ликвидности ниже 50 (хотя сам коэффициент полностью в отборе не используется). Это, конечно, не обеспечивает полную ликвидность на любых объемах в любой день, но мы на практике почувствовали, насколько легче формировать фонд, основанный на Investable бенчмарке, чем практически любой другой из наших портфелей «смайт-бета».

РЕШЕНИЕ ПРОБЛЕМЫ ИЗМЕНЧИВОСТИ ИНДЕКСА

Решение проблемы ликвидности породило другую проблему — высокий

оборот индекса при ребалансировках. Он достигал немислимых 70–80 % в квартал (сумма необходимых покупок и продаж в процентах от объема фонда).

Состав индекса меняется по трем основным причинам: появляются новые выпуски, погашаются или становятся слишком короткими старые выпуски, изменяются кредитный рейтинг или ликвидность. Провайдеру индексов сложно повлиять на большинство из этих причин. Однако смягчение требований к ликвидности для бумаг, уже входящих в индекс на момент ребалансировки, позволило более чем в 5 раз снизить оборачиваемость индекса.

Все индексы линейки Investable включают правило, при котором облигация, входящая в предыдущий состав индекса, остается в нем, даже если дневная медиана ее торгов падает до 2 млн рублей (и другие параметры позволяют ей входить в индекс), но не ниже. Для новых облигаций требования ликвидности остаются прежними (более высокими).

Значение снижения оборота в бенчмарке в 5 раз до более чем приемлемых 7–20 % (редко бывает 30–35 %) при каждой ребалансировке для биржевого фонда сложно переоценить. Это позволило не только уменьшить затраты, но и существенно снизить ошибку слежения — на самом деле сделать фонд масштабируемым.

РЕШЕНИЕ ПРОБЛЕМЫ НИЗКОЙ ДИВЕРСИФИКАЦИИ

Следующая проблема, за которую мы взялись вместе с Cbonds, — повышение уровня диверсификации индекса. Прежде всего нам нужно было сделать ее подходящей для фонда. Большинство индексов может включать в себя более 10 % бумаг одного эмитента. Для биржевого фонда это неприемлемо из-за законодательных ограничений. Но в действительности для среднего инвестора, желающего получать диверсифицированный портфель, значение даже в 10 % является избыточным.

Мы пришли к выводу, что ограничения должны соответствовать кредитному риску индексов. Более высокий риск — более серьезные ограничения. Так, в индексе Top Market максимальный вес бумаг одного эмитента составляет 6 %, одной отрасли — 25 %. В Middle Market это ограничения составляют 4 % и 20 % соответственно.

Это обеспечивает большое разнообразие облигации, снижает риск отдельных эмитентов и почти не увеличивает кредитный риск (от перераспределения

весов в том числе на более «мелкие» выпуски более «мелких» эмитентов), так как всегда есть облигации эмитентов с высоким рейтингом и низким представительством облигаций с точки зрения объема выпусков.

В будущем, возможно, стоит расширить ограничения на связанных эмитентов. Но и сейчас индексы Investable являются хорошо диверсифицированными с приемлемыми уровнями кредитных рисков в зависимости от сегмента рынка, который они отражают.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ СЕГМЕНТА РЫНКА

Определение сегментов рынка, однако, тоже стало проблемой. Принятое на рынке разделение сегментов выглядело проблематично с точки зрения соблюдения требований, заявленных выше (прежде всего по ликвидности и диверсификации). Нам нужны были достаточно широкие сегменты, но при этом отражающие существующие рынки с точки зрения большинства институциональных и частных инвесторов.

Мы не считаем, что придумали их, но, похоже, они хорошо отражают то, что мы хотели, и ранее не были распространены на рынке.

- Top Market — отражает рынок ликвидных корпоративных облигаций РФ с высоким кредитным качеством, для которых рейтинг по национальной шкале (или аналог по международной шкале) находится в диапазоне от AAA до A (включительно).

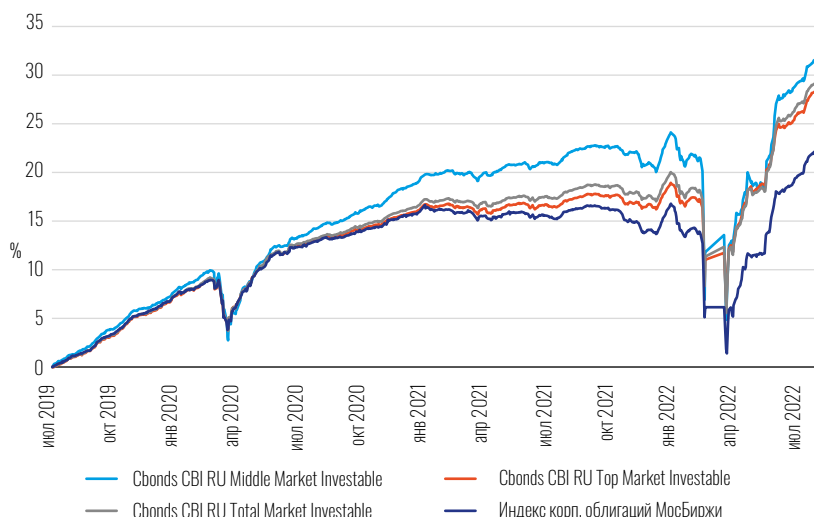
- Middle Market — отражает «средний» рынок ликвидных корпоративных облигаций РФ, представляющий бумаги эмитентов с кредитным качеством, расположенным между наиболее надежным и «мусорным»: от A+ до BB+ (включительно) по национальной шкале (или аналог по международной шкале).

- Total Market — отражает рынки Top и Middle вместе.

Мы полагаем, что Cbonds стоит также добавить в линейку Investable Bottom Market — аналог High Yield, но также полностью подходящий для инвестирования (прежде всего с точки зрения диверсификации, хотя все равно в ограниченных масштабах его низкой ликвидности).

Мы не выбирали сегмент рынка для нашего фонда, пока индексы не были полностью готовы. Cbonds CBI RU Middle Market Investable был выбран исходя из потребностей рынка — более высокая ожидаемая доходность, чем у Top Market, с умеренным (или даже похожим) риском. Этот сегмент позволяет достаточно

Рисунок 1
Динамика доходности
индексов Cbonds Investable



далеко масштабировать фонд и обеспечить пассивное управление на «среднем» по кредитному рейтингу рынке с высокой диверсификацией.

ОТРАЖЕНИЕ РЫНКА ИЛИ ДЮРАЦИИ

Индексы линейки Investable отражают рынок в целом независимо от дюрации. Это может быть проблемой для инвесторов, которые хотят точно контролировать риск. Однако в российских реалиях ограничения на дюрацию, конечно, негативно повлияли бы на требования к ликвидности и диверсификации.

В индексы Cbonds входят облигации со сроком до погашения не менее 6 месяцев с ежеквартальной ребалансировкой. Это позволяет в целом (исторически) не превышать некомфортную для многих инвесторов дюрацию в 3 года при отражении всего рынка и обеспечивать более высокую доходность к погашению по сравнению с аналогичными индексами.

При этом на рынке уже есть хорошие и дешевые фонды денежного рынка. Мы полагаем, что, комбинируя такие фонды с BOND ETF, можно создать почти любую подходящую структуру для большинства инвесторов.

Отдельно отметим полное раскрытие Cbonds информации о динамике доходности к погашению, дюрации и G-spread для каждого индекса. Это позволяет точно оценивать риски вашего портфеля и управлять ими в любой момент.

На Рисунке 1 можно увидеть динамику доходностей индексов Cbonds линейки Investable (в том числе Middle Market — синяя линия) с даты начала их расчета с 01.07.2019 и Индекса корпоративных облигаций МосБиржи.

За этот период доходность индекса Cbonds CBI RU Middle Market Investable составила

9.55% годовых. Для сравнения индекс корпоративных облигаций МосБиржи вырос за этот же период на 6.88%, а чуть более близкий индекс МосБиржи из эмитентов с рейтингами BBB — на 7.11%. Все это при сопоставимой дюрации и волатильности.

КАКИМ ПОЛУЧИЛСЯ BOND ETF

BOND ETF — это полностью пассивный биржевой фонд, торгующийся в первом уровне листинга Московской биржи и отражающий «средний» рынок корпоративных облигаций только российских эмитентов. Также он, как и индекс, которому он следует, не включает облигации эмитентов — микрофинансовых организаций. Другие его параметры:

- Максимальный вес на одного эмитента при ребалансировке индекса составляет 4%, максимальный вес одной отрасли — 20%. Минимальное число бумаг — 30.
- Маркет-мейкер: АТОН.
- Обязанности маркет-мейкера: быть в рынке каждый торговый день в течение не менее 394 минут или совершить сделки в объеме не менее 50 млн рублей.
- Доходность к погашению, облигаций, входящих в индекс на 13.08.2022, составляет 12.38% годовых, дюрация — 480 дней.
- Максимальные затраты: 0.4% в год.

Полный состав фонда и его ежедневная история, динамика цены паев, индекса (с возможностью их сравнения) доступны на странице фонда на нашем сайте dohod.ru. Дюрация индекса, доходность к погашению, G-spread, ценовой индекс, методика расчета индекса доступны на сайте Cbonds.

BOND ETF особенно хорошо подходит для долгосрочных инвесторов — как институциональных, так и частных — в таком случае раскрывается весь его потенциал. Мы уверены, что он найдет свое место на рынке.

BOND ETF — это полностью пассивный биржевой фонд, торгующийся в первом уровне листинга Московской биржи и отражающий «средний» рынок корпоративных облигаций только российских эмитентов