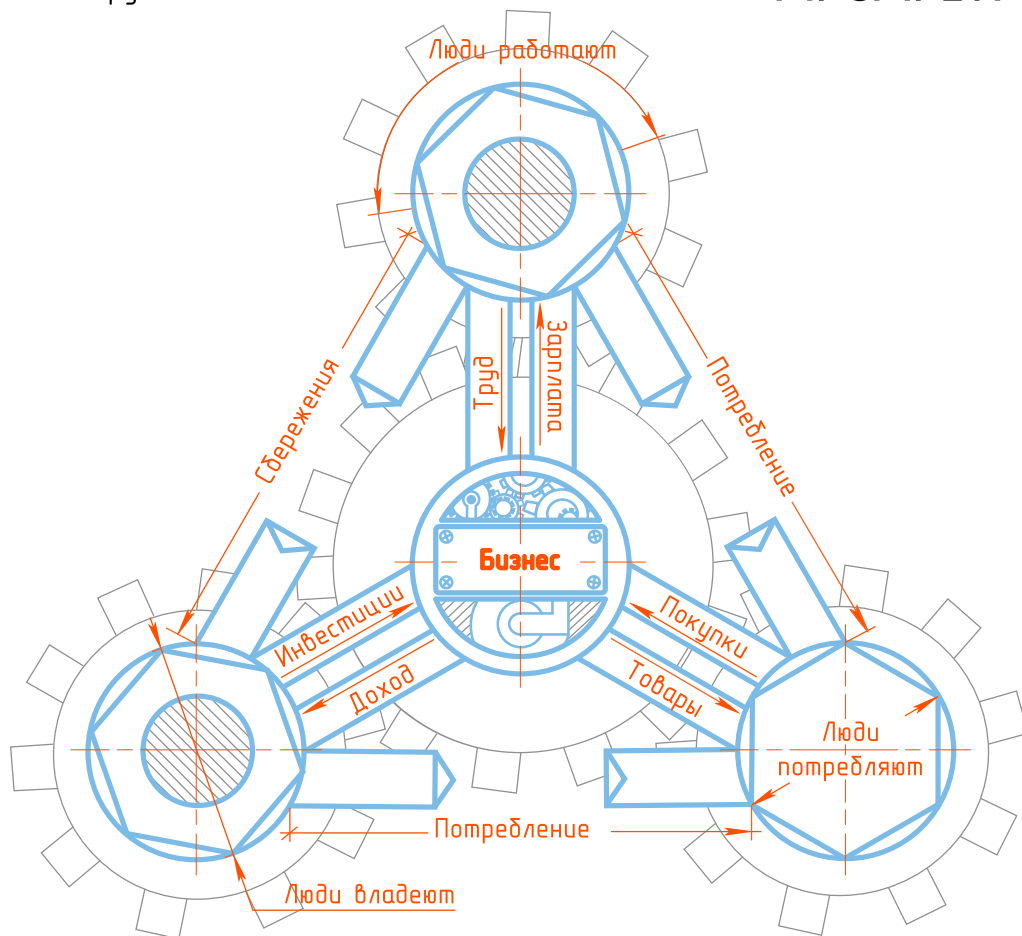


- Честность
- Интеллект
- Трудолюбие



УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

ARSAGERA



ЗАМЕТКИ В ИНВЕСТИРОВАНИИ

Книга об инвестициях и управлении капиталом
4-е издание, переработанное и дополненное

Управляющая компания «Арсагера» выражает благодарность Алексею Астапову, Василию Соловьеву, Евгению Лебедеву, Владимиру Коневу, Анастасии Тагановой и Евгению Чистилину, чьи энергия, знания и опыт помогли созданию этой книги.

УК «Арсагера»

ЗАМЕТКИ В ИНВЕСТИРОВАНИИ

Книга об инвестициях и управлении капиталом

4-е издание, переработанное и дополненное

Санкт-Петербург: Свое издательство, 2020. — 560 стр.

ISBN 978-5-4386-1868-3

В этой книге представлена квинтэссенция более чем 25-летнего опыта инвестиций целой команды профессионалов, их знаний и практики. Большинство материалов появилось как ответы на наиболее часто встречающиеся вопросы, связанные с вложением денег. Книга содержит полезные знания как для новичков, так и для инвесторов с опытом, и направлена на то, чтобы сформировать правильное представление о финансовом рынке и о том, какую пользу он может принести каждому конкретному человеку и обществу в целом. Книга позволит понять, почему инвестиции необходимы каждому человеку, а также поможет избежать типовых ошибок.

© УК «Арсагера», 2020 г.

ISBN 978-5-4386-1868-3



Подписано в печать с оригинал-макета 31.03.2020. Формат 70×100/16.

Блок: бумага офсетная 80 г/м², обложка: бумага мелованная 300 г/м².

Печать офсетная. Усл. печ. л. 43,22.

Тираж 2000 экз. Заказ № 01089.

ООО «Виктория», 194044, Санкт-Петербург, Большой Сампсониевский пр-кт, дом № 60, литер П, помещение 201, отпечатано в ООО «Первый издательско-полиграфический холдинг», Санкт-Петербург, Большой Сампсониевский пр д. 60, л.У.

Большинство иллюстраций для книги подготовил Виталий Подвицкий
Дизайн обложки создан Максимом Каргановым и Верой Скворцовой

Оглавление

Как получать знания из этой книги	5
Глава 1. Ваш самый главный актив	8
1.1. Инвестиции, почему они необходимы? ▲	8
1.2. Ваш самый главный актив – это вы сами! ▲	12
1.3. Как вы будете жить на пенсии? ▲	15
1.4. Пенсия или автомобиль? ▲	17
1.5. Философия владения активами ■	22
1.6. Не все богатые одинаково полезны ●	26
1.7. Планирование пенсии ▲	29
Глава 2. Как переиграть инфляцию?	32
2.1. Зачем вам деньги? ▲	32
2.2. Что может защитить вас от инфляции? ▲	36
2.3. Как выигрывать от инфляции: владение vs потребление ■	40
2.4. Производительные и непроизводительные активы ▲	45
2.5. Абстракция денег ■	48
Глава 3. Зачем нам фондовый рынок?	57
3.1. Зачем нам фондовый рынок? ▲	57
3.2. Какой СМЫСЛ покупать акции? ▲	60
3.3. Рынок акций – рулетка или...? ▲	62
3.4. Вложение в акции – так ли это рискованно? ■	65
3.5. Покупка акций на вторичном рынке – это вложение в бизнес! ◆	69
3.6. Акции vs золото ■	75
3.7. Сравнительное исследование эффективности инвестиций в России с 1997 по 2019 год ▲	79
3.8. Сравнительное исследование эффективности инвестиций в мире ▲	85
Глава 4. Как начать инвестировать?	90
4.1. Как устроен фондовый рынок: что такое акции/облигации? ▲	90
4.2. Как устроен фондовый рынок: операции с акциями и облигациями ▲	92
4.3. Два испытания на пути инвестора ▲	95
4.4. Человек и риски ▲	98
4.5. Советы по инвестированию от УК Арсагера ▲	104
4.6. Велосипед для фондового рынка уже изобретен ▲	110
4.7. Повесть о регулярных инвестициях ▲	116
Глава 5. Инвестиционные опасности	125
5.1. Рынок акций или Форекс... Что лучше? ▲	125
5.2. Форекс: гении маркетинга! ▲	128
5.3. Кто выигрывает на срочном рынке ◆	133
5.4. Где шансов больше: в казино или на срочном рынке? ●	139
5.5. Опционы: беспроигрышный проигрыш?! ●	145
5.6. Иллюзионисты в мире финансов: структурированные продукты ■	148
5.7. На кого работает технический анализ? ■	151

■ 5.8. Кто выигрывает на «плечах» и «шортах»? ■	154
5.9. Стоп-лоссы придумали трюсы? Тейк-профиты тоже... ◆	158
■ 5.10. Использование инсайда ■	161
5.11. Вся правда об отраслевых фондах ▲	162
5.12. Ситуация в системе Российского правосудия или угроза национальной безопасности ◆	165
Глава 6. От чего зависит курсовая стоимость акций?	170
6.1. От чего зависит курсовая стоимость акций? ▲	170
6.2. Прибыль компаний и курсовая стоимость акций ■	173
6.3. Доходность, которую хочет получить инвестор при вложении денег в акции ■	176
6.4. Уровень процентных ставок и курсовая стоимость акций ■	178
6.5. Что такое качество корпоративного управления и как оно влияет на стоимость акций? ■	180
■ 6.6. ВВП и курсовая стоимость акций ■	184
6.7. Взаимосвязь экономики компаний и стоимости их акций ■	187
6.8. Интеллект фондового рынка ●	190
Глава 7. О фундаментальном анализе	193
■ 7.1. Такой понятный и загадочный P/E ◆	193
7.2. Коэффициент P/BV (P/B) ◆	196
7.3. Показатель ROE – это суть бизнеса ■	198
7.4. Коэффициент P/S. А что он может? ◆	199
7.5. Отраслевой коэффициент. А что у него есть? ◆	202
7.6. Взаимосвязь доходности акций и облигаций ■	206
■ 7.7. Линия Тишина ■	209
■ 7.8. Фундаментальная оценка российского фондового рынка – индекс Арсагеры ■	214
Глава 8. Корпоративное управление	219
8.1. Обязательства акционерного общества перед кредиторами и акционерами ▲	219
8.2. Кто знает и определяет цену акций? ▲	227
8.3. Биссектриса Арсагеры, или Что должна делать каждая компания ◆	232
8.4. Биссектриса Арсагеры (дополнение). Искривление пространства ◆	242
8.5. Чем защита прав акционера отличается от гринмейла? ■	249
8.6. Платите «премию за контроль»? Собираетесь воровать? ●	255
8.7. Член совета директоров – независимый или профессиональный? Каким должен быть совет директоров ●	258
Глава 9. Как инвестировать самостоятельно	267
■ 9.1. Кто выигрывает на фондовом рынке? ▲	267
9.2. «Клин Арсагеры», или особый взгляд на диверсификацию активов ■	273
9.3. В чем отличие спекулянта от инвестора? ▲	278
9.4. О вреде деловых СМИ, или как покупать акции? ▲	279
9.5. Кто продает на максимумах и покупает на минимумах? ●	282

9.6. Волатильность может приносить доход! Но не спекулянтам! ■ ..	285
9.7. Как инвестировать в облигации? ■ ..	288
9.8. Как инвестировать в акции, используя потенциальную доходность? ■ ..	292
9.9. Как рассчитать доходность? ■ ..	295
9.10. Регулярные инвестиции – возможность и необходимость ▲ ..	298
Глава 10. ПИФ: инвестируем коллективно	302
10.1. Что такое паевой инвестиционный фонд (ПИФ) ▲ ..	302
10.2. Какие бывают ПИФы? ▲ ..	304
10.3. Какие налоги платит ПИФ? Как получать регулярный доход пайщику? ▲ ..	311
10.4. Индексный фонд. Выбор и смысл ▲ ..	315
10.5. ПИФ + банковский вклад = любовь ▲ ..	321
10.6. Что такое надежность инвестиционного продукта? ■ ..	326
10.7. Инструменты сбережений ▲ ..	330
10.8. Транзакционные издержки и их влияние на результат инвестирования ■ ..	338
Глава 11. Как выбрать управляющего	352
11.1. Доверить или работать самостоятельно ▲ ..	352
11.2. Как выбрать инвестиционный продукт ▲ ..	355
11.3. Оценка результатов управления ■ ..	358
11.4. MARQ – оценка качества управления капиталом ◆ ..	361
11.5. Что нужно знать о доверительном управлении ■ ..	364
11.6. Как исключить злоупотребления при доверительном управлении ■ ..	368
11.7. Почему неправильно гарантировать доходность инвестиций? ■ ..	374
11.8. Чем опасен низкий порог в ИДУ? ■ ..	378
11.9. Финансовые коэффициенты фондов ◆ ..	381
Глава 12. Полезная информация об инвестициях	386
12.1. Фондовый рынок Японии – исключение, подтверждающее правило ■ ..	386
12.2. Бай-бэк (buyback). Помощь инвестору ◆ ..	391
12.3. Суть привилегированных акций ■ ..	396
12.4. Откуда берется дисконт между обыкновенными и привилегированными акциями? ◆ ..	398
12.5. Блеск и нищета DCF ● ..	401
12.6. Почему мы не используем методику WACC при расчете ставки дисконтирования ● ..	405
12.7. Модель CAPM и показатель бета ● ..	406
12.8. Зачем нужна EBITDA? ● ..	407
12.9. Чистый денежный поток ● ..	409
12.10. Инвестиции в жизни человека и общества ● ..	411
Глава 13. Какая отчетность должна быть у каждого инвестора?	413
13.1. Какая отчетность должна быть у каждого инвестора? ■ ..	413
13.2. Отчет «Анализ портфеля по группам риска» ■ ..	418

■	13.3. Отчет «Отраслевой анализ портфеля» ■	421
■	13.4. Отчет «Вклад отдельных инструментов в финансовый результат управления портфелем» ■	424
■	13.5. Отчет «Отраслевой состав портфеля» ■	427
■	13.6. Отчет «Сравнение с результатами вложения в депозиты и индексный фонд на разных временных интервалах» ■	428
■	13.7. Отчет «Эффективность управления портфелем» ■	441
■	13.8. Отчет «Анализ портфеля по эмитентам акций и облигаций» ■	446
■	13.9. Фундаментальные показатели портфеля фонда и индекса МосБиржи ■	449
■	13.10. Отчет об изменении балансовой стоимости акций в составе активов фонда, приходящейся на один пай ■	453
Глава 14. Управление капиталом в УК Арсагера		457
	14.1. Что означает слово «Арсагера»? ●	457
	14.2. Место и роль компаний, управляющих капиталом, в экономике ◆	458
■	14.3. «А что это вы тут делаете? А?» ■	463
	14.4. Ротация аналитиков – фирменный элемент системы управления капиталом УК Арсагера ◆	470
	14.5. Зачем вам эта открытость? ■	472
	14.6. Манифест компании Арсагера ◆	476
	14.7. Идеология и постулаты инвестирования ■	481
■	14.8. Стратегическая инвестиционная идеология ◆	492
■	14.9. Актуализация портфеля: доводы и следствия ◆	507
	14.10. Как мы прогнозируем экономические показатели деятельности компаний ◆	520
■	14.11. Научные разработки и достижения ◆	525
■	14.12. Средства в управлении ▲	528
Приложение. Система управления капиталом (Arsagera System of Assets Management – ASAM) в рамках портфеля ценных бумаг		530
	1. Принципы ранжирования активов и виды операций ■	531
	2. Алгоритм и принцип определения лимитов на актив ◆	538
	3. Определение потенциальной доходности от владения активом ■	549
	4. Способ формирования портфеля активов в соответствии с уровнем потенциальной доходности ■	557
	Материалы, которые не вошли в книгу, но с которыми можно ознакомиться на сайте	559
■	— материал не входил в предыдущее издание	
■	— материал обновлен	
▲	— материал входит в курс «Школа»	
■	— материал входит в курс «Университет»	
◆	— материал входит в курс «Аспирантура»	
●	— материал входит в курс «Факультатив»	



Вы можете бесплатно скачать данную книгу в электронном виде по ссылке: arsagera.ru/~38399

Как получать знания из этой книги

Если бы информация из этой книги была у меня на 25 лет раньше, я был бы раз в пять-десять богаче (хотя я не жалею о своем благосостоянии).

Инвестор

Здесь представлена квинтэссенция более чем 25-летнего опыта инвестиций целой команды профессионалов, их знаний, практики, ошибок и их анализа. Вы можете посмотреть оглавление и начать читать книгу с любого материала, который показался Вам интересным. В ходе личных встреч мы рассказывали клиентам о своих взглядах на инвестиции и в какой-то момент решили записывать их. Большинство материалов появилось как обоснование и объяснение инвестиционной философии и подходов, используемых компанией при осуществлении инвестиций и управлении капиталом.

В результате накопился большой объем статей и материалов, которые мы решили объединить и расставить в определенной логической последовательности: от смысловых и стратегических вопросов к более техническим. Внутри главы материалы располагаются от простых к более сложным. В результате получилась целая книга об инвестициях!

Многие материалы (и советы) будут полезны и тем, кто занимается инвестированием самостоятельно. Мы также хотим уберечь своих читателей от возможных ошибок и подводных камней, связанных с инвестированием, в том числе, от недобросовестных участников рынка и откровенных мошенников.

Мы хотим, чтобы у наших граждан сформировалось правильное представление о финансовом рынке и о том, какую пользу он может принести каждому конкретному человеку и обществу в целом.

Для удобства читателей составлено 4 курса по уровню сложности.

Короткий базовый курс «Школа» позволяет за 4,5 часа получить начальные знания о смысле и общих правилах инвестирования.

Материалы этого курса обозначены в оглавлении значком ▲.

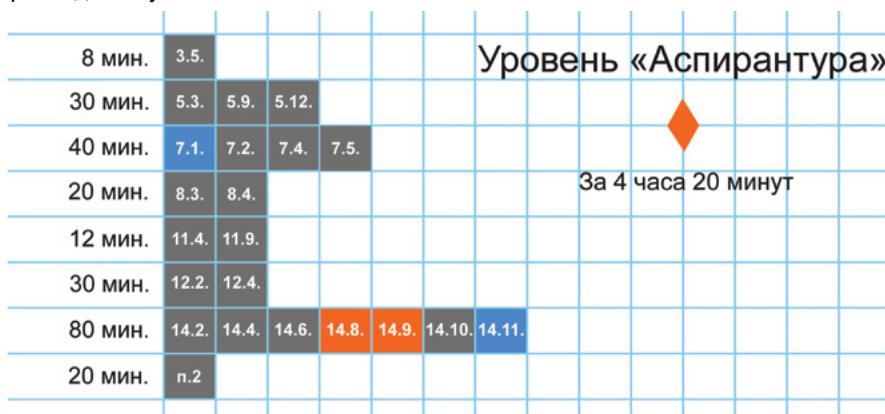
Материалы, не вошедшие в предыдущие издания, выделены оранжевым маркером, а обновленные – голубым.



Программа курса «Университет» (■) рассчитана на тех, кто серьезно интересуется фондовым рынком. Ориентировочное время для изучения – 11 часов. Особое внимание уделено оценке качества управления, правилам самостоятельного инвестирования и факторам, от которых зависит курсовая стоимость акций.



Курс «Аспирантура» (◆) дает углубленные знания по фундаментальному анализу и методикам компании по управлению капиталом. Ориентировочное время для изучения – 5 часов.



В рамках курса «Факультатив» (●) затрагиваются общеполитические вопросы инвестирования, некоторые спорные вопросы фундаментального анализа, а также приводится ряд методик, применяемых в УК Арсагера.

Ориентировочное время для изучения – 3 часа.



Вы также можете ознакомиться с нашим **видеокурсом лекций**, который не просто поможет понять написанное в книге, но и расскажет о том, как применять эти знания на практике. Наглядные примеры и живое общение позволят лучше разобраться в том, что и как нужно делать, чтобы достичь своих финансовых целей.



Все 15 лекций курса уже собраны в единый плейлист «Лекториум» на нашем канале «Арсагера» в YouTube.

Глава 1. Ваш самый главный актив

1.1. Инвестиции, почему они необходимы?



Какими способностями должен обладать человек, чтобы быть успешным в современном мире? Например, в XVII веке надо было уметь отлично держаться в седле и прекрасно владеть шпагой, сейчас такие навыки – экзотика и не особо помогают в жизни. В 80-х годах прошлого века умение работать на компьютере, как и умение управлять трактором, было всего лишь одним из вариантов профессиональной деятельности. Сегодня умение пользоваться компьютером – навык, необходимый каждому человеку.

Чтобы быть успешным, надо быть профессионалом высокого класса, что позволит вам иметь достойную заработную плату.

Но зачастую весь заработанный доход человек тратит на потребление – живет «от зарплаты до зарплаты». Более того, многие пользуются кредитами, на обеспечение которых нередко уходит большая часть этого дохода. Таким образом, человек попадает в зависимость от работодателя, государства, банка. Кроме того, недостаточно быть высокооплачиваемым специалистом и профессионалом. К примеру, великий художник Ван Гог и известный бразильский футболист Гарринча умерли в нищете.

Один из самых важных навыков успешного человека в современном мире – умение распоряжаться результатом своего труда. Рано или поздно

некоторые из нас задумываются о накоплениях, о том, чтобы стать финансово независимыми, обеспечить себе достойную старость, позаботиться о будущем детей. Как этого достичь?

В какой-то мере о нас заботится государство. Определенная часть нашего ежемесячного дохода попадает в пенсионный фонд, а при наступлении пенсионного возраста каждый получает гарантированную пенсию. Но размеры пенсионных выплат настолько малы, что не позволяют пенсионерам даже обеспечить себя.

В развитых странах ситуация совершенно иная. Все видели улыбающихся и довольных туристов из-за рубежа, большинство из которых – пожилые люди. Это не банкиры и не олигархи в отставке. Это обыкновенные люди – такие же как мы с вами. Что же позволяет им наслаждаться жизнью, а не думать о том, как дотянуть до зарплаты или пенсии в следующем месяце?

Дело в том, что в западных странах очень хорошо развита культура инвестирования. Большинство жителей этих стран начинают инвестировать еще в молодости. В США, например, 80% населения имеют вложения в ценные бумаги, а объем вложений в инвестиционные фонды в два раза превышает объем депозитов. В России объем ПИФов в десятки раз меньше, чем объем депозитов, и только около 2% населения вкладывает деньги в ценные бумаги.

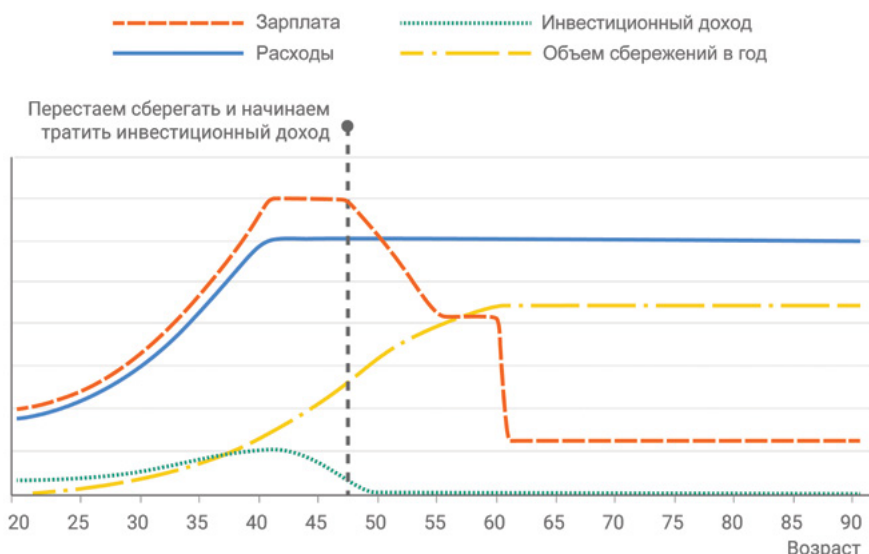
Инвестиции позволяют со временем получать не только доход от своей профессиональной деятельности – «зарплату», но и инвестиционный доход. На графиках ниже видно, что инвестор, в отличие от человека, не занимающегося инвестициями, получает дополнительный инвестиционный доход, который со временем может намного превосходить размер заработной платы.

Взаимосвязь возраста и дохода инвестора. Модель 1



Первая модель предполагает расходование инвестиционного дохода и сделанных ранее сбережений за предполагаемый период жизни.

Взаимосвязь возраста и дохода инвестора. Модель 2



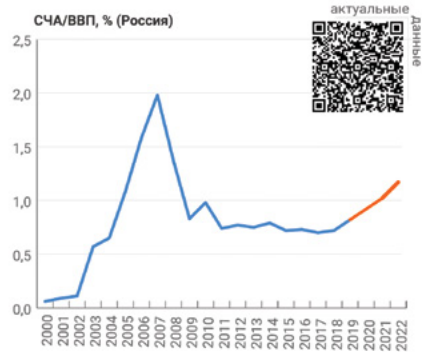
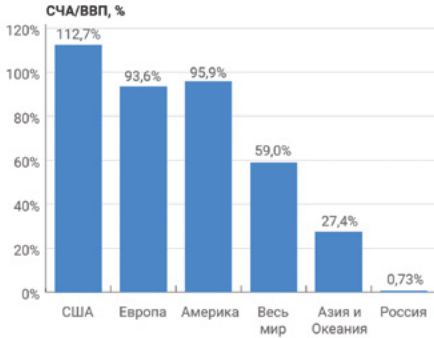
Вторая модель показывает ситуацию, при которой инвестор тратит только инвестиционный доход, сохраняя сбережения для потомков.

Многие думают: «инвестиции – это для избранных», «чтобы инвестировать и получать инвестиционный доход, необходимо иметь много денег». Однако инвестиции можно осуществлять, имея и небольшой капитал. Это достигается путем инвестирования средств в паевые инвестиционные фонды (ПИФы).

Паевые фонды аккумулируют средства пайщиков и профессионально инвестируют их. Средства ПИФа инвестируются в ценные бумаги – акции и облигации различных российских предприятий, либо в недвижимость. Стоит отметить, что также существуют ПИФы, инвестирующие в инструменты денежного или товарного рынков, ипотечные, кредитные инструменты и т. д.

В странах с высоким уровнем жизни населения большая часть жителей инвестирует именно посредством инвестиционных фондов. Приведенные далее графики показывают соотношения размера стоимости чистых активов (СЧА) фондов к ВВП страны (данные представлены по состоянию на начало 2020 года). По данному соотношению (СЧА/ВВП) можно судить об инвестиционной активности населения.

В совокупности объем средств, которые граждане других государств инвестируют в экономику своих стран, огромен. Эти инвестиции приводят к ускорению роста экономик и дальнейшему повышению уровня жизни населения.



Таким образом, инвестируя в экономику своей страны, мы способствуем повышению собственного благосостояния.

Не забывайте, что ваши деньги работают на вас 24 часа в сутки и могут работать на ваших детей и внуков. Инвестируйте и создавайте основу для вашего будущего капитала, вкладывая в активы, увеличивающие ваше благосостояние.

Выводы

- В современном мире умение грамотно инвестировать становится навыком, необходимым для того, чтобы быть успешным человеком.
- Инвестиции позволяют получать дополнительный инвестиционный доход, который со временем может намного превосходить размер заработной платы.
- Инвестиции – это вовсе не прерогатива богатых, как думают многие. Инвестиции доступны всем. В паевые инвестиционные фонды возможны вложения, к примеру, от 1 000 руб.



Видеоматериал по теме на канале «Арсгера» в YouTube: «Инвестиции: трудности выбора».

1.2. Ваш самый главный актив – это вы сами!

В социально-корпоративных отношениях наша энергия, знания и способности, в зависимости от их ценности, обмениваются на реализацию наших желаний и потребностей. Как же понять, сколько вы стоите, как определить оптимальную структуру человеческого и финансового капитала в вашей жизни?

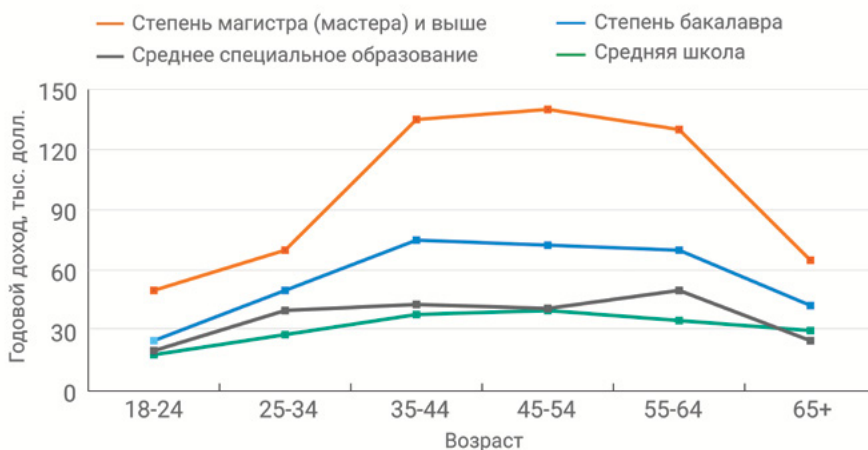
Чаще всего оценка человеческого капитала происходит при приеме на работу. Работодатель оценивает вашу производительность и сообщает, сколько готов за нее платить. В результате вы получаете регулярный доход, который обеспечивает вашу жизнь, а работодатель получает ваш труд и прибыль, которую этот труд генерирует.

Оценка человеческого капитала осуществляется в банке при выдаче кредита. Банк пытается понять, сможет ли ваш человеческий капитал обеспечить обслуживание кредита.

От чего зависит стоимость человеческого капитала? Среди множества факторов одним из наиболее важных является образование. Статистика показывает: чем лучше образование, тем больший денежный поток вы способны генерировать. Именно поэтому важно заранее позаботиться об образовании своих детей и сформировать необходимую для этого сумму.

Теория человеческого капитала использует разные подходы и методики, но есть очень простой способ. Допустим, ваш годовой доход составляет 1 млн руб. Какой суммой необходимо обладать, чтобы получать такой же доход? Если ставка по депозиту составляет 10%, вам надо иметь 10 млн руб. Такая сумма позволит заместить ваш человеческий капитал, но если ставки в банках снизятся до 5%, вам уже потребуется 20 млн руб.

Зависимость годового дохода от возраста и уровня образования в США



С помощью инвестиций происходит трансформация человеческого капитала в финансовый. Доходы от инвестиций со временем могут позволить вам заместить доходы от человеческого капитала.

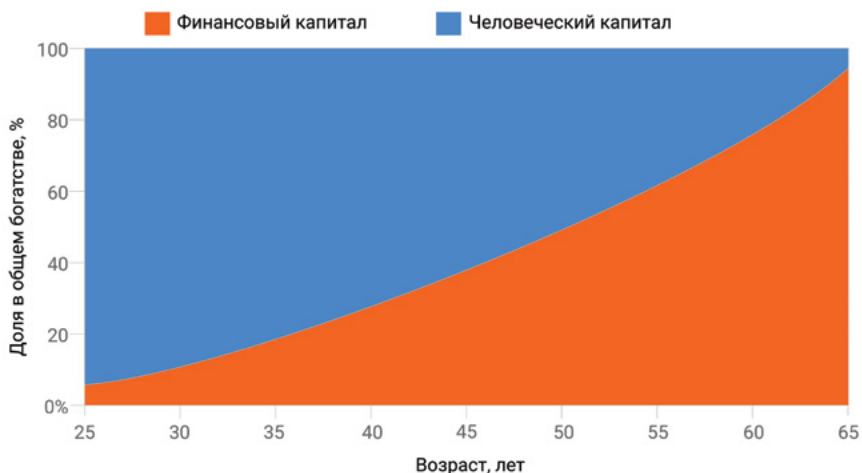
Финансовый капитал – это не только накопленные деньги и депозиты в банке. К тому же, при использовании только банковских вкладов в долгосрочной перспективе, инфляция не позволит заметно увеличить покупательную способность вашего финансового капитала.

У большинства людей в развитых странах финансовый капитал составляют акции, облигации, паи, недвижимость. Эти активы имеют накопительную (созидательную) природу и при правильном использовании могут не только защитить от инфляции, но и увеличить ваше реальное благосостояние.

По ходу жизни человеческий капитал как генератор регулярного дохода вначале возрастает, а потом уменьшается, в то время как финансовый капитал – при условии инвестирования части трудового дохода – постепенно возрастает и к определенному возрасту становится главным активом в общем портфеле человека.

Основная задача – осуществлять на протяжении жизни регулярные сбережения части трудового дохода, то есть переводить свой человеческий капитал в финансовый, который и станет основным источником регулярного дохода, когда ваш человеческий капитал иссякнет. По сути, необходимо планомерно заместить одну форму капитала другой.

Динамика структуры общего богатства человека



Как заместить человеческий капитал финансовым? Какой уровень риска при формировании финансового капитала приемлем для вас?

Можно подойти к решению этих вопросов нестандартно и сравнить человека с финансовым инструментом.

У большинства людей человеческий капитал похож на банковский депозит или надежную облигацию: из периода в период он приносит стабильный фиксированный доход. Есть профессии, где доход от человеческого капитала тесно связан с событиями, происходящими в тех или иных отраслях экономики. Например, динамика доходов человека, работающего в нефтегазовом секторе, тесно связана с состоянием рынка нефти, а динамика доходов риэлтора – с состоянием рынка недвижимости.

Поэтому человеческий капитал этих людей напоминает акцию (а точнее – актив с повышенной волатильностью). Человеческий капитал абсолютного большинства людей по своей структуре напоминает «бросовую» облигацию: в стабильные времена он ведет себя как облигация, а в нестабильные – как акция.

Специалисты Ibbotson Associates, Inc. пришли к выводу, что человеческий капитал среднестатистического инвестора на 70% является облигацией, а на 30% – акцией.



Особенности использования своего человеческого капитала необходимо учитывать при инвестировании финансового капитала. Если ваша деятельность приносит стабильный доход, можно позволить себе более высокие риски при инвестировании финансового капитала. И наоборот, если у вас «то густо, то пусто», лучше вкладывать деньги в высоконадежные активы. То есть если ваш человеческий капитал больше похож на облигацию (депозит), вы вполне можете большую часть своих денег инвестировать в акции, и наоборот.

Выводы

- На протяжении жизни человеку необходимо планомерно заместить человеческий капитал финансовым.
- Наиболее эффективными формами финансового капитала являются акции, облигации, паи, недвижимость. Эти активы могут не только защищать средства от инфляции, но и увеличивать благосостояние их владельцев.
- При формировании финансового капитала необходимо учитывать структуру человеческого капитала.

1.3. Как вы будете жить на пенсии?



То, как меняется ваш доход при выходе на пенсию, называется коэффициентом замещения (покрытия). Он зависит от того, насколько эффективно в течение жизни вы трансформировали свой человеческий капитал в финансовый.

Не надейтесь на государственное пенсионное обеспечение – оно обеспечит только 15-20% от вашего текущего дохода. То есть ваш уровень жизни снизится на 80-85%. Кроме того, рост цен (инфляция) обесценивает ваши сбережения. Для сохранения коэффициента замещения сбережения должны инвестироваться с доходностью, как минимум равной инфляции. А лучше – выше.

Что вы можете сделать, чтобы обеспечить себе приемлемый уровень жизни на пенсии.

Способ № 1: снижение потребления.

Со снижением потребления при выходе на пенсию сталкивается большинство людей. Недостаток средств (низкий коэффициент замещения) приводит к тому, что человек просто вынужден меньше потреблять. С другой стороны, сокращение потребления в продуктивный период жизни позволяет увеличить уровень потребления на пенсии, увеличивая коэффициент замещения.

Способ № 2: наращивание качества человеческого капитала, а проще говоря – получение человеком как можно большей зарплаты.

Высокая зарплата, конечно же, сформирует определенный образ жизни, однако в сегодняшних деньгах для комфортной жизни на пенсии человеку было бы достаточно 40 000 руб. в месяц, что при зарплате в 100 000 руб. предполагает коэффициент замещения в районе 40%.

Более высокая зарплата позволит не только повысить норму сбережения для пенсии (скажем, еще на 10%), но и обзавестись всем необходимым имуществом в процессе трудовой деятельности. Однако этот способ работает только при условии вложения своих сбережений с достаточной отдачей.

Способ № 3: увеличение периода сбережения до пенсии.

Для этого человек должен либо сам как можно раньше начать сберегать, либо за него это должны делать родители. Другой вариант – более поздний выход на пенсию.

Способ № 4: инвестирование в активы, которые потенциально способны обеспечить доходность выше инфляции.

Максимизация среднегодовой доходности инвестиций необходима, чтобы компенсировать разрушительный эффект инфляции. Человеку необходимо выбирать такие финансовые инструменты, которые потенциально способны обеспечить доходность выше инфляции в долгосрочной перспективе. Это, как правило, не может обеспечить банковский депозит или облигации. Среди имеющихся активов такими инструментами могут являться лишь акции и недвижимость. Это подтверждается и статистическими исследованиями как российского, так и зарубежного рынка.

Выводы

Для того чтобы обеспечить себе комфортный уровень жизни на пенсии, необходимо:

- инвестировать средства с доходностью выше инфляции. Этого можно добиться, осуществляя вложения в акции и недвижимость;
- сберегать минимум 20% от дохода;
- осуществлять трансформацию человеческого капитала в финансовый (откладывать средства на пенсию) нужно с самого начала трудовой деятельности. Чем больше времени в запасе, тем меньше может быть норма сбережений.

При оптимистичном варианте развития событий и персональной норме сбережений в 20% от дохода, все, что вы сможете «отложить» (сберечь) за полтора года трудовой деятельности, будет обеспечивать вас в течение примерно одного года жизни на пенсии.

1.4. Пенсия или автомобиль?



«Живи сейчас!», «Побалууй себя!», «Живи полной жизнью!» – классические лозунги маркетинга в обществе потребления. Люди готовы тратить деньги, которые они даже еще не заработали. К этому можно добавить правило жизни: «Чтобы было не хуже, чем у других!». В итоге о финансовом благополучии в будущем можно забыть навсегда.

Общество поддерживает такой стиль жизни. Большинство людей просто не знают об иной реальности, живут «здесь и сейчас» и не думают о будущем. В результате даже при достойном уровне доходов, но неправильном распоряжении ими, многие так и не могут обрести финансовое благополучие.

Рассмотрим интересный пример с пенсией и автомобилем. Эта история будет поучительна для людей без сбережений, с которых они могли бы получать достойный доход. Судя по тому, сколько дорогих автомобилей, приобретенных в кредит, ездит по улицам, в России таких людей немало.

У человека всегда есть альтернатива – потратить деньги или сберечь и инвестировать. Является ли владение автомобилем необходимостью или это излишество?

Конечно, качество вашей жизни улучшится после приобретения автомобиля. Самооценка возрастет – «перед друзьями будет не стыдно показаться», но не высока ли цена? Для жителя мегаполиса, например Петербурга или Москвы, наличие автомобиля – это не только позитив, но и множество проблем: пробки, парковка, стресс на дороге, риск уголовного дела, расходы и т. д.

Деньги, потраченные на автомобиль – это расходы на потребление. Автомобиль – это не актив, который приносит деньги (если, конечно, вы не решите поработать таксистом). Автомобиль – это крупный единовременный расход

при покупке, а также постоянные расходы на содержание и обслуживание. Это собственность, которая ухудшает финансовое благополучие человека, то есть своего рода антиинвестиция.

Рассмотрим в качестве примера приобретение автомобиля стоимостью 2,5 млн руб., а также сколько будет потрачено на его эксплуатацию в последующие 10 лет (при проведении операции трейд-ин через 5 лет придется добавить еще 1,6 млн руб. для обмена на новый автомобиль). Рассмотрим параметры, определяющие размер ежегодных расходов на эксплуатацию автомобиля.

Топливо	60 000 руб.	5 000 руб. в месяц – около 20 000 км пробега в год
Стоимость ТО	30 000 руб.	2 раза в год по 15 000 руб.
КАСКО	175 000 руб.	или 7% от начальной стоимости (по мере старения автомобиля снижается страховая сумма, но растет стоимость страховки, поэтому в расчетах мы не меняем этот показатель)
ОСАГО	7 000 руб.	
Налог	15 000 руб.	200 л.с. * 75 руб.
Парковка	60 000 руб.	5 000 руб. в месяц (сюда входит оплата стоянки у дома, офиса, в местах платной парковки)
Расходные материалы	20 000 руб.	среднегодовые расходы на резину, тормозные диски и колодки, дворники, жидкости и пр.
Мойка	8 400 руб.	350 руб. 2 раза в месяц
Смена колес	5 000 руб.	2 500 руб. 2 раза в год
Штрафы	5 000 руб.	
Другие расходы	5 000 руб.	индивидуальные расходы, например, платные автодороги, хранение колес, мелкий ремонт и пр.
Итого	390 400 руб.	

В нашем расчете мы должны учитывать, что человек, не имеющий автомобиля, все равно несет расходы, связанные с транспортом. Мы заложили 85 000 руб. в год – это ежедневное перемещение на двух видах транспорта туда и обратно: 45 000 руб. в год или 125 руб. в день и еще 40 000 руб. на такси – это 100 поездок по 400 руб. Эту сумму мы вычитаем из ежегодных расходов на содержание автомобиля, а разницу рассматриваем как сумму ежегодных инвестиций.

А теперь рассмотрим альтернативный вариант – инвестирование данной суммы. В нашей модели в качестве примера взяты акции как наиболее

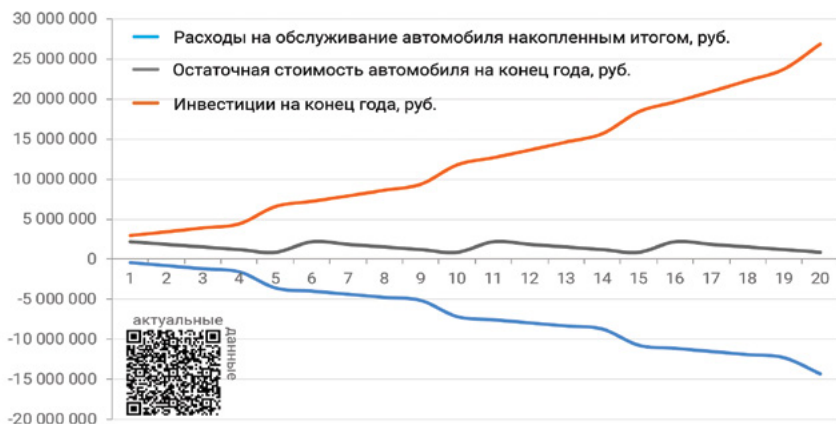
подходящий класс инвестиций на длинных временных интервалах. Реальная доходность (то есть превышение уровня инфляции) на исторических данных составляет порядка 5%. Для простоты расчетов мы принимаем, что инфляция равна нулю, то есть все цифры по факту будут в сегодняшних ценах.

Год	Инвестиции на начало года, руб.	Сумма ежегодных инвестиций, руб.	Доход на инвестиции, руб.	Инвестиции на конец года, руб.	Остаточная стоимость автомобиля на конец года, руб.	Годовые расходы, руб.	Стоимость обновления автомобиля, руб.	Пробег, км	Расходы на обслуживание автомобиля накопленным итогом, руб.
1	2 500 000	305 400	137 010	2 942 410	2 175 000	390 400		19 737	-390 400
2	2 942 410	305 400	159 131	3 406 941	1 850 000	390 400		19 737	-780 800
3	3 406 941	305 400	182 357	3 894 698	1 525 000	390 400		19 737	-1 171 200
4	3 894 698	305 400	206 745	4 406 842	1 200 000	390 400		19 737	-1 561 600
5	4 406 842	1 930 400	232 352	6 569 595	875 000	390 400	1 625 000	19 737	-3 577 000
6	6 569 595	305 400	340 490	7 215 484	2 175 000	390 400		19 737	-3 967 400
7	7 215 484	305 400	372 784	7 893 668	1 850 000	390 400		19 737	-4 357 800
8	7 893 668	305 400	406 693	8 605 762	1 525 000	390 400		19 737	-4 748 200
9	8 605 762	305 400	442 298	9 353 460	1 200 000	390 400		19 737	-5 138 600
10	9 353 460	1 930 400	479 683	11 763 543	875 000	390 400	1 625 000	19 737	-7 154 000
11	11 763 543	305 400	600 187	12 669 130	2 175 000	390 400		19 737	-7 544 400
12	12 669 130	305 400	645 467	13 619 997	1 850 000	390 400		19 737	-7 934 800
13	13 619 997	305 400	693 010	14 618 406	1 525 000	390 400		19 737	-8 325 200
14	14 618 406	305 400	742 930	15 666 737	1 200 000	390 400		19 737	-8 715 600
15	15 666 737	1 930 400	795 347	18 392 484	875 000	390 400	1 625 000	19 737	-10 731 000
16	18 392 484	305 400	931 634	19 629 518	2 175 000	390 400		19 737	-11 121 400
17	19 629 518	305 400	993 486	20 928 404	1 850 000	390 400		19 737	-11 511 800
18	20 928 404	305 400	1 058 430	22 292 234	1 525 000	390 400		19 737	-11 902 200
19	22 292 234	305 400	1 126 622	23 724 256	1 200 000	390 400		19 737	-12 292 600
20	23 724 256	1 930 400	1 198 223	26 852 878	875 000	390 400	1 625 000	19 737	-14 308 000

394 740

На графике приведены изменения стоимости автомобиля, накопленный итог расходов на содержание автомобиля и трейд-ин, а также суммы инвестиций с учетом роста активов и дополнительных взносов (расходы на содержание автомобиля минус расходы на перемещение на такси и общественном транспорте).

Рассмотрим два случая: Александр (35 лет) решил инвестировать, а Василий (34 года) решил купить автомобиль. Через десять лет, при прочих равных условиях, у Василия будет пятилетний автомобиль, который он сможет продать не дороже 900 тыс. руб., а у Александра активы стоимостью почти 12 млн руб. Василий в 44 года рассчитывает исключительно на зарплату, а Александр в 45 лет может получать только одними процентами (5% в год), не расходуя накопленные сбережения, около 40 тыс. руб. в месяц (в сегодняшних деньгах)!



Сравните 40 тыс. руб. с текущей государственной пенсией в 10-12 тыс. руб. Только этот доход вы сможете платить себе не в 60 лет, а значительно раньше, и кроме того, он практически бесконечен, в отличие от государственной пенсии, которую нельзя передать по наследству. Если рассмотреть этот пример на отрезке в 20 лет, то цифры получаются еще более впечатляющими. Время и сложный процент хорошо работают на инвесторов.

Через двадцать лет у Василия будет всё тот же пятилетний автомобиль, на который за все эти годы он потратил более 14 млн руб., а у Александра будут активы стоимостью около 27 млн руб. Александр может получать только процентами с этого капитала около 100 тыс. руб. в месяц. Получение аннуитетных платежей до 95 лет – это пенсия уже в 115 тыс. руб. в месяц. Пенсионный план выполнен! Василию в 54 года ничего не остается, как дальше работать. Старый, вымотанный и без накоплений, он грустно будет брести домой под дождем с ближайшей стоянки, понимая, что время уже не вернуть.

И это лишь одно инвестиционное решение – купить автомобиль или инвестировать данные средства. Не захотелось продать своего прожорливого друга?

К сведению, по данным расчетам (километраж около 20 000 км в год) выходит, что стоимость 1 км пути на автомобиле с учетом амортизации и всех расходов на обслуживание составит около 35 руб. На метро дешевле и быстрее, да и стоимость такси составляет около 20 руб. за километр.

Для людей, которые решат купить автомобиль в кредит, картинка еще более грустная – сумма расходов вырастет на 400 тыс. руб. за каждые 5 лет кредита (при первоначальном взносе 50% и ставке 11% годовых).

Выводы неутешительны. Покупая дорогую и красивую игрушку, которой можно будет похвастаться перед окружающими, вы лишаете себя финансового благополучия в будущем. Вам придется и дальше участвовать в «крысиных бегах», вместо того чтобы просто выйти из этого круга. Кроме того, автомобиль

несет прямую опасность для вашей жизни. Ежегодная статистика смертей на дороге ужасает. Общественный транспорт все же безопаснее.

Уже сейчас многие продвинутые молодые люди делают выбор в пользу сбережений, полностью отказываясь от владения автомобилем. Они чувствуют себя по-настоящему свободными, передвигаясь на метро и такси, и при этом обладают хорошим объемом сбережений.

Капитал вместо машины дает спокойствие, так как это хорошая финансовая «подушка» безопасности. Если возникнут проблемы с работой или здоровьем, гораздо легче жить, имея акций на 10 млн руб. В случае владения автомобилем вам придется туго, так как он не кормит, а только пожирает ваши деньги.

Ограничение текущего потребления ради потребления в будущем – это неотъемлемая часть инвестиций. Оглядываясь на опыт состоятельных людей в развитых странах, можно смело заявить, что такая модель работает гораздо лучше концепции потребления «всё и сразу». Часто даже долларовые миллионеры приобретают автомобиль гольф-класса от демократичного производителя вместо представительского авто элитных марок.

Приобретая автомобиль, еще не имея сбережений, вы губите свое финансовое благополучие!

Выводы

- Необходимо сформировать существенный объем сбережений, прежде чем покупать автомобиль.
- Приобретая автомобиль, надо быть готовым потратить почти такую же сумму в течение следующих пяти лет на его содержание и эксплуатацию. При этом сам автомобиль подешевеет за эти пять лет более чем на 50%.
- Инвестирование средств, предназначенных для приобретения и эксплуатации дорогого автомобиля, с доходностью, превышающей инфляцию на 5%, позволит в долгосрочной перспективе сформировать капитал, достаточный для обеспечения высокого уровня жизни на пенсии.
- Если после прочитанного вы все же решитесь приобрести автомобиль, сопоставьте уровень расходов на его содержание и уровень расходов при перемещении на такси и общественном транспорте. Это поможет определить предельную стоимость автомобиля. Выбирайте автомобиль по средствам.



Важно! На сайте компании Вы можете использовать калькулятор, позволяющий посчитать Ваши индивидуальные расходы на содержание уже имеющегося или планируемого к покупке автомобиля.

▲ В рамках курса «Школа» следующим читайте материал 1.7. Планирование пенсии.

1.5. Философия владения активами

Разум побеждает со временем, а время побеждает всех...

В чем смысл владения активами?

Кто-то не умрет никогда?

Что должен делать влиятельный человек?



Наблюдение

Средний возраст представителей списка богатейших людей по версии журнала Forbes примерно 50 лет. Проходит 10 лет, составляется новый список, а средний возраст практически не меняется. И так из поколения в поколение. Известно, что 80% активов принадлежит 20% людей. Если провести исследование о возрасте этих людей, то, скорее всего, также выяснится, что это примерно 50 лет. И с годами это значение, скорее всего, относительно постоянно.

Нет ничего удивительного. Естественно, кто-то стареет, умирает, и его активы переходят к молодым наследникам. Те, не обладая навыками и умениями своих предшественников, с той или иной скоростью лишаются этих активов. Человеческое общество генерирует новых эффективных людей, в руках которых сосредотачиваются активы. Поэтому средний возраст и не меняется.

Глядя на это движение собственности, невольно приходишь к мысли: «А ведь это не люди владеют активами, а наоборот, активы выбирают для себя эффективных собственников!» Человеку кажется, что это он владеет активом. Но на практике это актив им владеет, использует его энергию, организаторские способности и предпринимательские таланты для того, чтобы развиваться, укрупняться и становиться мощнее. Например, деньги, если они обладают ценностью, концентрируют в себе энергию людей. Поэтому большое количество денег – это не большие возможности по потреблению, а большая ответственность перед

людьми. И если ты не разделяешь эту аксиому, то рано или поздно активы покинут тебя – проешь, проиграешь, уступишь более умным и успешным. Деньги – это вообще опасная субстанция, если она оказывается у людей с неразвитым менталитетом, то может сыграть с ними злую шутку (достаточно понаблюдать за судьбой некоторых выигравших большую сумму в лотерею).

Вообще владеть большой ценностью – не простое дело, надо обладать определенными качествами и компетенциями, чтобы повышать ценность активов и сохранять их в своей собственности. Именно поэтому случайно пришедшее или украденное так быстро теряется людьми, которые ментально не созрели для владения активами, обладающими высокой стоимостью. В мире происходят на первый взгляд кажущиеся хаотичными процессы (соблазны, бессмысленные и неграмотные траты, войны и пр.) перераспределения собственности от неэффективных и слабых собственников к эффективным и сильным. Эти процессы подобны ветрам, и чем больше и ценнее актив, тем большее сопротивление этих ветров испытывает собственник. Да и сила ветров постоянно растет.

Законы биологии одинаковы для всех – рано или поздно человек покидает этот мир, в том числе и мир реальных активов. Попытки египетских фараонов прихватить на тот свет что-то ценное оказались безуспешными. По этому поводу вспоминается шутка одного из членов Совета директоров УК Арсагера в качестве ремарки к нашему докладу о стоимости недвижимости и объемах недвижимой собственности. Мы рассказывали о нормативе жилой площади на 1 человека в европейских странах (40 м²) и США (70 м²), прогнозируя движение к данным показателям и в нашей стране. Он резонно заметил: «В итоге все заканчивают собственностью в два квадратных метра».

Хотим мы того или нет, но рано или поздно странами, бизнесами и любым другим имуществом будет управлять следующее поколение.

Предположение

Тогда возникает резонный вопрос: «Какую цель преследуют некоторые люди, до последнего подбирающие собственность (недвижимость, ценные бумаги и прочие активы) под себя? В чем смысл такой жизни?» Очевидно, что с собой на тот свет собственник это забрать не сможет, а если не воспитает следующее поколение или не создаст систему, создающую эффективных наследников, то ценность созданного или собранного быстро растворится во времени и пространстве. Что интересно, такие последствия станут понятны собственнику еще при жизни, и вряд ли это добавит ему оптимизма.

Термин «бессмертие» скорее существует для собственности, а не для собственника. Поэтому бесконечное накопление собственности в своем владении лишено смысла. Глупый лозунг «Денег много не бывает» часто провозглашается теми, у кого нет и видимо не будет большого количества денег и активов. Люди, которые считают, что счастье пропорционально стоимости активов, сильно заблуждаются, а те, кто участвует в постоянной гонке по увеличению этой

стоимости «своей» собственности, попросту обманываются. Еще раз повторим: чем больше объем денег или активов во владении/управлении, тем выше ответственность человека перед обществом.

Удивительно видеть богатого человека, который в возрасте 60 лет остервенело, не считаясь с принципами, захватывает или даже ворует собственность, деньги или другие ценности. Он собирается жить вечно? Чего хочет добиться такой человек? Стать счастливым? Но к этому возрасту он уже должен понять, что количество миллиардов в собственности никак не повлияет на его уровень жизни. Не говоря о том, что совсем скоро его больше будет волновать, сходил ли он утром в туалет, а не то, вырос ли его миллиард на сто миллионов или нет. В конце жизни у человека совершенно иные радости, нежели бесконечное увеличение цифр на счете.

Крайне нелогичным, а точнее бессмысленным является поведение человека, все подминающего под себя. Такое движение тупиковое по своей сути. Активы все равно переживут тебя. Система или среда, не генерирующая лидеров, ответственных собственников, заточенная под одного, пускай и эффективного управленца, – это тупик, путь к краху. Невозможно не понимать этого и быть счастливым при таком развитии событий.

Также и с управлением страной. Ведь страна – это большой разноплановый актив. И если она дорога твоему сердцу и ты хочешь умереть со спокойной душой, а не с чувством, что расстаешься с огромными богатствами, то необходимо создать среду, которая будет генерировать дееспособных собственников и управленцев из поколения в поколение. Бизнесы будут развиваться разными поколениями собственников, но при этом во все времена будут успешными. Что интересно, способ ведения бизнеса в виде публичного акционерного общества – это большое подспорье в решении вопросов бесконечного развития и неограниченных сроков существования. Такая форма – это гениальное изобретение человечества, позволяющее бизнесу жить значительно дольше сроков человеческой жизни. И мажоритарные, и миноритарные собственники будут меняться: рождаться и умирать, но все вместе и по отдельности они будут созидать каждый в свое время. Поведение мажоритарных собственников (или лиц, в чьем управлении находятся крупные пакеты) должно быть продиктовано стремлением принести благо бизнесу и всем его акционерам (высокий уровень корпоративного управления), именно поэтому особо важными в создании и реализации законов в рамках акционерного права и частной собственности являются разумность и здравый смысл.

Людей, мыслящих такими категориями, можно назвать «отцами нации». Хочешь оставить след, быть спокойным за дело жизни? Создавай условия развития, итерационную систему улучшений, расти поколение, которое вырастит следующее, еще более развитое и конкурентоспособное.

Наша стратегия

Мы не рассчитываем перевоспитать текущее поколение, которое владеет/управляет активами. Следует отметить, что после сорока лет человек практически теряет навык к обучению. Существуют, конечно, исключения, но они редки. Менталитет многих представителей поколения, находящегося «у руля», уже окончательно сформировался. Они обладают единственно верными на их взгляд конкурентными технологиями своего обогащения, а их жизненные принципы сформированы не в лучший период истории нашей страны, когда на подкорке откладывался принцип: воровство, коррупция – это единственный способ стать богатым и состоятельным.

Но мы знаем, что им на смену неизбежно придут другие – именно они будут «рулить», и у них должен быть другой менталитет. Важно, чтобы в пространстве в принципе появилась информация о правильных действиях и поступках. Неважно, поддерживается ли это текущим поколением (средой), от которого, казалось бы, сейчас и зависит все. Это поколение все равно уйдет, а правильные принципы будут жить. Неверно делать вывод о том, что если тебя не понимают, не воспринимают и не поддерживают сейчас, то бессмысленно озвучивать информацию. Коперника тоже не поняли современники, но именно ему последующие поколения обязаны достижениями человека в космосе.

Отсюда и вытекают наши действия: написание книг и статей, повышение финансовой грамотности, публичные судебные процессы и иные действия по формированию информационной среды. Это то, что будет создавать правильный менталитет у тех, кто рано или поздно придет на смену и будет управлять. Не бойтесь озвучивать правильные принципы, даже если это будет казаться смешным в циничном обществе.

«Разум побеждает со временем, а время побеждает всех...»

■ В рамках курса «Университет» следующим читайте материал 2.3. Как выигрывать от инфляции: владение vs потребление.

1.6. Не все богатые одинаково полезны

Не любим богатых? Значит, будем бедными

Что приносит пользу? Если задуматься над этим вопросом, то выясняется – на системной основе пользу человеческому обществу приносит труд. А максимальная часть производительного человеческого труда сосредоточена в Бизнесе (с большой буквы Б). Получается, Бизнес – это явление, которое на системной основе приносит пользу человеческому обществу. Давайте теперь поговорим о полезности бизнеса.

В уставе любой коммерческой организации написано: основная цель деятельности – получение прибыли. Эта приятная глазу налогового инспектора формулировка всегда ставит в тупик. И мегауспешная транснациональная торговая сеть, и тихо «загнивающая» продуктовая лавка за углом вроде бы ставят перед собой одну и ту же цель, а результат совершенно разный. Объяснение вроде бы очевидное – у них разный масштаб полезности.

Как оценить полезность бизнеса? Очень просто. Критерий полезности – это размер выручки. Выручка характеризует объем того, что люди купили у Бизнеса. Как правило, никто не хочет покупать бесполезные вещи. Чем выше полезность бизнеса, чем больше пользы человеческому обществу он способен принести (при наименьшем количестве затрат энергии и ресурсов), тем выше его эффективность = прибыльность. Чем выше прибыльность, тем выше стоимость самого бизнеса, тем богаче его собственники.

Да, бизнес может быть полезным для общества (большая выручка), но низкоэффективным (низкая прибыль). Это противоестественная ситуация, больше похожая не на бизнес, а на благотворительность. Такой бизнес нежизнеспособен, потому что не интересен для собственников. Прибыль – это награда собственникам за полезность бизнеса!

Богатых людей не любят ни у нас, ни на Западе. Но природа этой «нелюбви» разная. На Западе, как правило, за этим стоит зависть и досада, что у самих так не получилось. Но при этом на Западе любого успешного бизнесмена уважают. Уважают потому, что где-то на уровне подсознания понимают – этот человек сумел так приложить свои усилия, таланты, знания и способности, что принес соответствующую пользу обществу. Компания Google, например, помимо создания множества полезных информационных продуктов, еще сделала 10 000 человек миллионерами.

Размер благосостояния богатых людей на Западе, как правило, пропорционален той пользе, которую они принесли обществу. За это им можно простить некоторые слабости, странности и эксцентричность. Люди, которые сами добились успеха в бизнесе, хорошо понимают: их благосостояние – это не только возможности, но еще и ответственность перед обществом. И даже скорее ответственность, чем возможности. Их деньги и богатство – это материализованная энергия большого числа людей.

От решений богатых людей будет зависеть, куда эта энергия будет направлена: на покупку очередной мегаяхты, футбольного клуба или на расширение бизнеса, создание новых продуктов и увеличение числа рабочих мест.

Люди, способные организовать полезный для населения и эффективный для собственников бизнес, являются главным ресурсом любой страны. В тех странах, где это понимают, их ценят и дорожат как национальным достоянием. Япония – страна, в которой нет ресурсов и нет лозунга «Газпром – национальное достояние», в ней есть только люди, благодаря которым она стала одним из экономических лидеров.

В России большинство бизнесменов из списка Forbes стали таковыми не потому, что создали что-то своими силами и принесли пользу обществу, а потому, что в нужное время оказались в нужном месте и воспользовались ситуацией. Не то, чтобы они в этом виноваты, – большинство на их месте действовало бы так же. А вот бизнесмены, которые практически с нуля создали такие федеральные торговые сети как «Пятерочка» и «Магнит», запустили МТС и «Вымпелком», вызывают гораздо больше уважения, чем те, кто подмял под себя нефтяную или газовую трубу, металлургический или химический комбинат. Но даже те, кто что-то подмял и не развалил, все равно заслуживают уважения, так как они приносят пользу обществу. Печально, что первых можно пересчитать по пальцам, да и вторых не очень много.

К сожалению, огромное количество богатых людей в России – это не бизнесмены, а взяточники. Они не принесли своими действиями никакой пользы обществу, только вред. Они относятся к деньгам исключительно как к своим персональным возможностям, а чувство ответственности за распоряжение этими деньгами, да и вообще перед людьми и страной, у них давно атрофировалось. Видимо, некоторых людей государственная служба к этому располагает.

Хорошо, если они вложили эти деньги в российский банк, в российские акции или облигации, в местную недвижимость – от этого есть польза экономике и людям. Но чаще всего банк – швейцарский, а недвижимость – испанская. В Испании приходилось видеть целые населенные пункты, принадлежащие «этим русским».

Это сложный этический вопрос: надо ли предоставлять таким людям услуги по управлению капиталом. С одной стороны, взяточники омерзительны, и помогать им стать еще богаче совершенно не хочется. С другой стороны, вложение их денег в российский бизнес – это, возможно, единственный способ принести пользу обществу.

Часто можно видеть людей, которые безуспешно пытаются найти 2-3 млн руб. на запуск какого-нибудь нового перспективного проекта, который улучшит нашу жизнь. Зато на каждом шагу можно увидеть, как какой-нибудь «задрипанный» чиновник мчится по «встречке» на авто за 5 млн. В любом дачном поселке можно найти не один коттедж за 15-20 млн, который принадлежит гаишнику средней руки.

Печально, что большинство людей в России на их месте вело бы себя точно так же. Просто не получилось дорваться до «теплого» места. Богатых взяточников люди не любят совсем не за то, что они взяточники, а за то, что у самих не получилось оказаться на их месте. Выпускники вузов порой мечтают работать на государственной службе или в Газпроме не потому, что хотят принести пользу, просто там можно больше нахапать, а другого способа стать состоятельными людьми они не знают.

Паразит не приносит пользы и не думает о здоровье организма, на котором паразитирует.

От наших людей часто можно услышать такие слова: «Хорошо бы найти такую работу, чтобы работать поменьше, а получать побольше». Те же люди потом, приходя в магазин, хотят купить побольше, а заплатить поменьше. Они хотят получать большую пенсию, но не хотят сами создать эту пенсию для себя. Всем нравятся социальные программы, но никто не хочет знать, что они финансируются за счет Бизнеса и тех, кто в нем занят. Если деньги не обеспечены полезным трудом, то они не обладают стоимостью. Если никто не производит товары и услуги, то нелепо выглядят требования повысить пенсии, стипендии, зарплаты бюджетников. Все равно на эти деньги ничего не купишь.

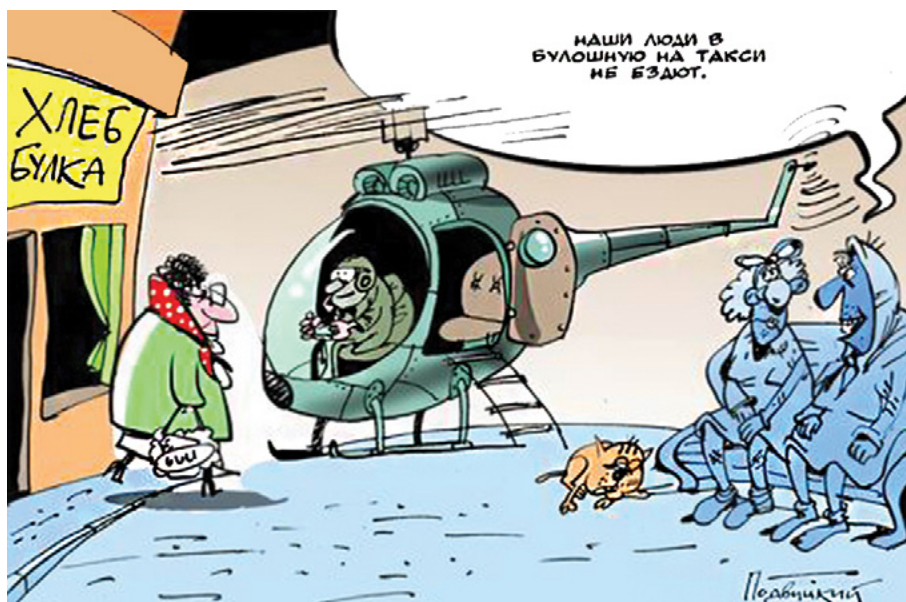
Уровень работоспособности определяет возможность создавать полезность, которая определяет уровень жизни.

Богатые и успешные предприниматели – это люди с ресурсами и возможностями, у которых должен быть более высокий уровень ответственности за жизнь страны. В вопросах производства благ им надо помогать, а не саботировать. Если предприятие закрывается или обанкротится – выигравших не будет.

Выводы

- Надо уважать богатых за создание полезности.
 - Надо презирать богатых паразитов за взятки, воровство, откаты.
- В рамках курса «Факультатив» следующим читайте материал 5.4. Где шансов больше: в казино или на срочном рынке?

1.7. Планирование пенсии



В последнее время стало популярным приложение FaceApp, позволяющее увидеть себя в старости. Прочитав этот раздел, вы узнаете, как эта практика может помочь вам в инвестировании.

Вы легко даете деньги незнакомцам? Например, к вам на улице подойдет вполне приличный человек и попросит дать ему денег, скажем, 3-5 тыс. руб. Довольно легко сказать про себя, что это сумасшествие. С чего это вдруг давать незнакомцу деньги и еще в таком количестве? А что если этот незнакомец — вы сами, только из будущего?

Не секрет, что пенсионное планирование является важной частью личных финансов. В западных странах это одна из основных целей накопления средств, для этого люди формируют портфели ценных бумаг и инвестируют на фондовом рынке. Это является самой важной причиной покупки инвесторами паевых фондов и т.д. В нашей стране подобное планирование пока не распространено. Но, как показывают исследования, не все так радужно и у граждан западных стран. Планирование пенсии дается тяжело.

Сегодня, благодаря развитию науки, мы начинаем понимать, как наше врожденное поведение мешает нам в жизни, в частности в планировании пенсии. Специалисты из научного центра долголетия при Стэнфордском университете проводят исследования с использованием магнитно-резонансного томографа, которые касаются в том числе и пенсионного планирования. В одной серии опытов исследуемым было дано задание — представить себя в старости на пенсии. Оказалось, что области мозга, которые

ярко загорались, когда люди думали о себе, в этом случае (представление себя на пенсии) не загорались вообще! Такое впечатление, что участники эксперимента думали о незнакомцах, а не представляли самих себя!

Так что же поможет нам планировать свою пенсию, настроить наш мозг на эту деятельность?

Чтобы в старости исполнить свое назначение и справиться со своей задачей, надо быть согласным со старостью и со всем, что она приносит с собой, надо сказать ей «да».

Герман Гессе. О старости

Первый способ – это действительно подумать о пенсии. Можно назвать это волевым способом. Важно принять, что прожить долго и счастливо, реализовывая себя до конца, вы сможете, если уже сейчас задумаетесь о пенсии и о способах ее финансирования, о том, что будете или хотели бы делать на пенсии, как хотели бы жить в будущем и т.п. Не исключено, что эти мысли, планы нужно записать и возвращаться к ним регулярно, контролируя достижение цели. Добиться этого вполне реально, особенно если вы не одиноки в своем стремлении.

Второй способ предложили исследователи из Стэнфорда. Они изобретают пути помощи людям идентифицировать себя с собою на пенсии, чтобы попытаться обмануть наш мозг. Ученые провели эксперимент. С помощью компьютерных технологий для группы людей был смоделирован их имидж в старости – то, как испытуемые могли бы примерно выглядеть на пенсии. Второй группе такой имидж не формировали. Затем испытуемым дали по 1 000 долларов, из которых часть нужно было отложить на будущее, а часть потратить. Исследователи обнаружили, что те, кто видел себя в старости, отложили на пенсию в два раза больше, чем те, кто себя не видел. Это и понятно – те, кто видел себя в старости, откладывали деньги уже не чужаку, а самому себе. А себе не жалко. Таким образом, этот вариант позволяет напрямь не только волю и разум, как в первом способе, но и привлечь природную силу подсознания, используя современные технологии, чтобы чуть-чуть обмануть мозг.

Роберт Кийосаки в книге «Руководство Богатого Папы по инвестированию» предлагает тоже достаточно хитрый способ: «Поняв, что большинство людей согласны, что им необходимо написать финансовый план, но мало кто потратит время на то, чтобы сделать это, я решил кое-что предпринять в этом направлении. Как-то в одной из моих групп, примерно за час до перерыва на обед, я нашел ленту из хлопчатобумажной ткани, разрезал ее на много отрезков разной длины и попросил слушателей взять по одному отрезку ленты, а концы завязать вокруг щиколоток ног, наподобие того, как спутывают передние ноги лошади. Когда ноги слушателей были связаны примерно на расстоянии фута одна от другой, я дал каждому еще по одному отрезку ленты, заставил перебросить его через шею и оба конца тоже привязать

к щиколоткам ног. В результате они были спутаны по ногам и, вместо того чтобы стоять прямо, стояли, сгорбившись под углом 45°. Одна слушательница поинтересовалась:

– Это что – новый вид китайской пытки?

– Нет, – ответил я. – Я просто перенес каждого из вас в ваше будущее, если, конечно, вам повезет прожить так долго. Веревки сейчас демонстрируют то, что чувствует человек в старости.

По классу прошел приглушенный стон. До некоторых стало доходить. Затем служащие отеля привезли обед на длинных столах. Обед состоял из бутербродов, салата и напитков. Сложность заключалась в том, что то, чему следовало лежать на бутербродах, лежало отдельно стопками, хлеб был не нарезан, салат не приготовлен, а напитки были в виде сухих порошков, которые надо было смешать с водой. Слушатели, сгорбленные и «состарившиеся», должны были сами приготовить себе обед. В течение следующих двух часов они с огромным трудом пытались нарезать хлеб, сделать бутерброды, приготовить салат, развести напитки, сесть, поесть, а потом убрать за собой. Естественно, некоторым в течение этих двух часов понадобилось еще сходить в туалет.

Когда эти два часа истекли, я спросил их, хотели бы они потратить пару минут, чтобы написать финансовый план своей жизни. Все с энтузиазмом закричали: «Да!» Было интересно наблюдать за тем, с каким живым интересом они планировали свои будущие действия, когда освободились от пут. Их интерес к планированию радикально изменился после того, как изменилась их точка зрения на жизнь.

Как говорил «богатый папа», «проблема молодых заключается в том, что они не знают, что чувствует человек, когда становится старым. Если бы ты знал это, то иначе планировал бы свою финансовую жизнь».

Думая о пенсии, фокусироваться стоит не просто на том, что вам есть и какие деньги тратить, а на том, как планировать свою жизнь в этот период, составлять образ своей жизни на пенсии. Как я буду выглядеть? Чем я буду заниматься? Какие мои увлечения сохранятся, а какие придется поменять? Нужно сказать старости «да».

▲ В рамках курса «Школа» следующим читайте материал 2.1. Зачем вам деньги?

Глава 2. Как переиграть инфляцию?

2.1. Зачем вам деньги?

*Никаких денег в окружающем человека мире нет.
Есть только активность человеческого ума по их поводу.*

В. Пелевин «Амфир В»



За что нам платят деньги? За то, что мы работаем и делаем что-то полезное. Когда мы тратим заработанные деньги, мы покупаем что-то полезное. Обычно это результаты труда других людей. Деньги – это очень удобный способ задать коэффициенты обмена «полезностями». Например, многим необходимо трудиться и делать что-то полезное своим трудом в течение десяти (а то и более) лет, чтобы взамен получить такую «полезность» как жилье.

Но надо помнить: деньги – это абстракция, общественная договоренность о коэффициентах обмена полезностями. Договоренность, которая постоянно меняется. Например, в результате повышения производительности труда постоянно падает ценность такой «полезности», как бытовая техника и компьютеры. Но растет ценность таких «полезностей», как еда, энергоносители, недвижимость.

Деньги очень похожи на виртуальные «баллы», которые используются в играх или социальных сетях, особенно после того, как они стали безличными. Каждый раз, когда люди приходят в магазин за покупками, с ними происходит «маленькое чудо», которое они даже не замечают. Они набирают полную тележку полезных и нужных вещей и уходят, не отдав ничего материального взамен. Когда они проходят через кассу, с их счета списывают те самые «виртуальные баллы», которые им зачислили за то, что они сделали что-то полезное на своей работе или потому, что до этого они продали что-то ненужное.

В этой «игре» есть персонаж, который постоянно «размывает» эту договоренность о стоимости полезностей. Он может зачислить некоторым участникам «игры» эти самые виртуальные «баллы» бесплатно (просто так, ни за что). Но закон сохранения энергии никто не отменял: получается, все, кто трудились и создавали полезность, в какой-то части работали бесплатно на тех, кому достались эти «баллы». В результате такой операции ценность «баллов» снижается, хотя сами коэффициенты обменов могут сохраниться. Этот персонаж – государство, а бесплатные «баллы» оно раздает, например, пенсионерам. Этот процесс является одним из факторов возникновения инфляции.

Этот пример с «баллами» хорошо подчеркивает виртуальность денег, но после того как многие поколения людей выросли в цивилизации, основанной на деньгах, они кажутся реальными. При этом акции, которые представляют собой способ оформления долевой собственности на действительно реальные активы, многим кажутся «виртуальностью», «фантиками».

Price is what you pay. Value is what you get.

W. Buffett

Цена – это то, что ты платишь. Ценность – это то, что ты получаешь.

У. Баффет

Состояния олигархов и миллиардеров, да и просто богатых людей оцениваются в долларах, то есть в деньгах. На практике доля наличных денег и даже депозитов в банках составляет ничтожную долю в общей структуре их капитала. Эти люди смогли стать такими, потому что хорошо понимают (часто на интуитивном уровне) роль денег в создании богатства и общественной полезности.

А что же является их богатством, если не деньги? Это реальные активы – «заводы, газеты, пароходы» – компании и предприятия, которые работают каждый день и создают товары и услуги для людей. Сюда же относится недвижимость: торговая, офисная, производственная, складская, жилая. Недвижимость сама по себе, как правило, уже является бизнесом. Даже сдача в аренду квартиры – пример простейшего, примитивного бизнеса.

После того как деньги стали бумажными, их РЕАЛЬНАЯ ценность непрерывно снижалась. Снижалась относительно чего? Относительно стоимости реальных активов. Или, правильнее сказать, стоимость реальных активов непрерывно росла.

Не подумайте, что мы призываем относиться к деньгам как к мусору. Деньги – это одно из величайших изобретений человечества, но если вы хотите стать богаче, нужно хорошо понимать их природу. Как платежное средство они нужны для трех основных целей:

- для обмена товарами и услугами;
- для обмена активами (бизнес, компании, недвижимость);
- для обмена ресурсами, в том числе и для обмена своего труда на товары, услуги и активы.

Получается, что деньги вращаются вокруг реальных активов, а не наоборот. Точно так же может показаться, что это Солнце вращается вокруг Земли. Производительные активы находятся в центре экономического мироздания и обладают способностью увеличивать благосостояние, в том числе генерировать денежный поток и прибыль.

Если вам не досталось что-то в наследство или вы не выиграли в лотерею, то ваш капитал на начальном этапе полностью состоит только из человеческого капитала. Это ваша способность трудиться и зарабатывать деньги.

Эту историю рассказал один дайвер, который ездил нырять в район островов Папуа – Новая Гвинея. Там местные жители находятся на уровне первобытно-общинного строя. Они используют вместо денег ракушки. Кто-то скажет: «Вот тупые – можно же пойти и набрать ракушек». Но они совсем не тупые. Когда они собираются торговать на базаре, они договариваются: курица – пять ракушек, рыба – три, кокос – одна ракушка. «Старший» следит, чтобы на начало торгового периода количество ракушек строго соответствовало количеству товара. Далее их используют для удобства, чтобы легче было меняться. Когда торговля заканчивается, все оставляют ракушки на базаре и расходятся с нужными вещами. Местные жители хотя и дикари, но понимают – ракушки есть нельзя.

У нас цикл обмена «полезностями» растянут во времени. Из-за этого нужны более сложные денежные механизмы. Но в результате многим «цивилизованным людям» стало казаться, что деньги «можно есть».

Если вы не все тратите на текущее потребление, тогда у вас начинает появляться финансовый капитал. Если вы держите его в деньгах или даже на банковском депозите, то его уменьшает инфляция. В этом случае только дополнительные вложения способны его пополнить.

В долгосрочной перспективе вложения в эффективно работающий бизнес и в недвижимость способны защитить ваше благосостояние от инфляции. Можно стать предпринимателем, но не всем дан этот талант. Удобный и технологичный способ участия в бизнесе – это покупка акций, обращающихся

на бирже. Однако существует масса стереотипов относительно фондового рынка и рынка акций в частности. Мы не будем здесь сравнивать преимущества и недостатки самостоятельной работы с акциями.

Главное понять, фондовый рынок – это не казино. В казино его превращают спекулянты. Но реально зарабатывают на рынке акций совсем другие люди и вовсе не путем спекуляций.

Например, совладельцы нефтяной компании ЛУКОЙЛ В. Алекперов и Л. Федун вместе с другими акционерами увеличили свое благосостояние с 300 млн долл. до 30 млрд долл. за период с 1998 по 2020 год не благодаря спекуляциям с акциями, а просто владея этой компанией. Их капитал почти полностью состоит из акций. В моменты кризиса, когда стоимость акций снижается, они не продают в панике свои акции, а наоборот, покупают. Эти люди гораздо умнее и богаче тысяч спекулянтов, играющих с акциями ЛУКОЙЛа. Они понимают ценность владения нефтяными запасами и поэтому копят не деньги, а акции.



2.2. Что может защитить вас от инфляции?



С точки зрения инвестора, да и большинства людей, инфляция – это абсолютное «зло». Инфляция уменьшает покупательную способность денег, обесценивает сбережения, снижает уровень жизни. Но в данном случае мы хотим рассказать о том, как можно обратить инфляцию себе на пользу.

Природа инфляции

Благосостояние людей не определяется деньгами. Упрощенно: если взять объем всех реальных активов и товаров в стране и поделить на количество людей – это и будет средний уровень благосостояния. Люди трудятся каждый день и своим трудом создают новые товары, услуги и активы. Но для нормального обмена товарами, услугами, активами и ресурсами (в том числе человеческими) нужно определенное количество денег. Деньги – это кровь экономики, они заставляют работать весь экономический организм.

Если в некоторый фиксированный момент соотнести всю товарную массу и количество денег, мы оценим текущую ценность (или обеспеченность) денег. Когда люди своим трудом создают новые товары и услуги, возникает необходимость в дополнительных деньгах для обеспечения нормального оборота вновь появившейся товарной массы. В этом случае выпуск определенного количества дополнительных денег не приведет к инфляции.

Дополнительные деньги, которые не используются для непосредственного потребления, а направляются на инвестиции, как правило, не приводят к росту инфляции. Более того, при определенных условиях эти деньги приводят к росту деловой активности и увеличению объема создаваемых товаров и услуг и, как следствие, к снижению инфляции. Например, резкий и продолжительный рост производительности труда в Японии привел к затяжному периоду снижения цен (дефляции – процессу, противоположному инфляции).

Наиболее важной и очень сложной задачей финансовых и экономических властей государства является создание условий для повышения деловой активности и роста производительности труда, что должно сопровождаться выпуском дополнительных денег. На практике государство хорошо справляется с выпуском денег и совсем не так хорошо – с созданием условий. Это и приводит к инфляции.

Более того, усиленный выпуск денег на фоне низкой деловой активности может ухудшить условия предпринимательской деятельности, так как галопирующий рост потребительских цен сделает невыгодным долгосрочные инвестиции. Такая ситуация была в России в 1990-х годах.

Нормальной считается инфляция, не превышающая 10%. Парадокс, но в этом случае инфляция стимулирует инвестиции. Люди уже не могут просто накапливать деньги. Чтобы спасти сбережения от инфляции, они стремятся вложить их с максимальной отдачей.

Как защитить себя от инфляции?

Если вы интересуетесь уровнем инфляции, значит, у вас есть деньги, сбережения, и вам есть что защищать. Инфляция атакует деньги. Для понимания того, как защитить свои долгосрочные накопления от инфляции, рассмотрим инфляционные процессы в экономике с житейского, бытового уровня.

Инфляция – это рост цен на товары и услуги. Возможно, это определение отличается от классического, но именно так мы чувствуем инфляцию в своей жизни. От этого простого факта мы и будем отталкиваться в своих рассуждениях.

А теперь небольшая притча. Рассмотрим обычного человека – господина N, у которого образовался некий избыток денег. Он решил не тратить его на увеличение своего потребления, а решил сберечь эти деньги. Видя рост цен, он легко понял, что, просто складывая их в тумбочку (под матрас, в сейф, ..., кто как привык), он не может защитить свои доходы от роста цен.

На следующем этапе он решил воспользоваться банковским депозитом. Но, отдавая деньги в банк, он поинтересовался у банкиров, что они собираются делать с его деньгами. Те ответили, что выдадут кредит какому-нибудь предприятию.

Реальный случай.

Приходит человек в Управляющую компанию и говорит менеджеру:

– Хочу вложить деньги в инфляционный фонд!

Менеджер:

– Бывают фонды акций, облигаций, смешанные...

Человек:

– Зачем мне акции, облигации и все такое? Мне нужен фонд инфляции. Только инфляция будет расти, и в этом я уверен на 100%.

Господин N призадумался: банк берет у него деньги на депозит под 10% в год, а кредит выдает под 15% в год. Он решил пока не вкладывать деньги на депозит. Вместо этого он пошел к кредитному отделу банка и подождал, пока оттуда выйдет клиент – предприниматель Y. Господин N расспросил его о том, как он собирается использовать полученные у банка деньги. Тот охотно поведал о своих планах расширить бизнес и выпускать больше новой продукции.

Про себя господин N подумал: этот парень (предприниматель Y) не выглядит дураком. Если он взял кредит под 15%, значит, он заложит в стоимость товара расходы на выплату процентов. И раз Y взял кредит на расширение производства, то даже с учетом выплаты банку процентов за кредит он рассчитывает заработать больше – иначе зачем расширять производство. Прибыль, заложенная в цену товара, должна позволить выплатить процент банку и заработать самому.

На каждом этапе создания товара предприниматель Y закладывает в цену прибыль «для себя и для банка». В цену тех товаров, которые он использовал в процессе производства, кем-то тоже была заложена прибыль «для себя и для банка». И тот, кто будет использовать в будущем товар предпринимателя Y для производства своих товаров, тоже заложит в цену прибыль «для себя и для банка». И так до тех пор, пока товар не дойдет до конечного потребителя. Если кто-то в этой цепочке поднимет цену на товар, то со временем это сделают и остальные.

Реальный случай.

Один наш клиент очень радовался росту цен на бензин. Когда мы его спросили, в чем причина такого странного поведения, он ответил:

– С одной стороны, автомобиль у меня большой, кушает хорошо, да и ездить по делам приходится много. С другой стороны, у меня большой пакет акций ЛУКОЙЛа, поэтому, когда растет цена на бензин, я знаю, что выиграю намного больше, чем потрачу на топливо. Все очень прагматично!

Так происходит рост цен, то есть инфляция. Получается, что если рассматривать инфляцию с данных позиций, то ее создают те, кто назначает цену товара и закладывает в нее прибыль «для себя и для банка». Созданием товаров и услуг занимается бизнес — ИП, ООО, АО

и ПАО. Все компании в процессе своей деятельности создают товары и услуги и назначают на них цены.

Инфляция будет всегда, потому что печатать деньги легче, чем производить товары и услуги!

Осознав все это, господин N понял: по-настоящему защитить деньги от инфляции может только Бизнес, потому что инфляция – это неотъемлемый побочный продукт Бизнеса. Но вот незадача – сам он предпринимательским талантом не обладает, работает в управлении статистики и по роду своей деятельности знает: в первые три года деятельности закрывается 2/3 новых компаний, а в каждые следующие три года еще 2/3 от оставшихся. Поэтому в первый попавшийся бизнес лучше не вкладывать.

Опять же статистика подсказала господину N – большая часть товаров и услуг создается крупными компаниями, которые давно работают и уже прошли этот естественный отбор. Поэтому если и вкладывать средства в бизнес, то вкладывать их в бизнес больших и стабильных компаний. Но возникает вопрос – как это сделать? Кто же будет с ним разговаривать в Газпроме или ЛУКОЙЛе, когда он принесет им свои деньги?

Разобравшись в этом вопросе, господин N узнал, что можно покупать акции или облигации большинства крупных компаний. Покупая облигации, фактически можно давать в долг этим компаниям напрямую, минуя банк. Покупка акций – это покупка доли, «маленького кусочка» бизнеса компании. Эта информация перевернула мировоззрение господина N. Он всегда воспринимал биржу как разновидность казино, а теперь выяснилось, что это очень удобный и технологичный способ вложить деньги в бизнес.

Приведенный пример специально упрощен и не освещает многих аспектов вложения в акции и облигации, однако здесь четко видны главные выводы:

- бизнес в целом (несмотря на огромное количество убыточных предприятий) больше других выигрывает от инфляции, потому что сам ее создает;
- именно вложения в акции (как в бизнес) лучше всего способны в долгосрочной перспективе защищать благосостояние человека от инфляции;
- становясь (со)владельцем бизнеса, вы становитесь владельцем механизма, создающего инфляцию.

▲ В рамках курса «Школа» следующим читайте материал 2.4. Производительные и непроизводительные активы.

2.3. Как выигрывать от инфляции: владение vs потребление

Если у вас нет вложений, то размер вашего потребления характеризует не уровень вашего богатства, а скорость, с которой вы беднеете.

В предыдущем разделе мы приводили в пример владельца автомобиля, который радуется росту цен на бензин, потому что владеет еще и пакетом акций ЛУКОЙЛа. Один наш читатель задал вопрос: а сколько нужно иметь акций ЛУКОЙЛа, чтобы этому радоваться?

Приведем упрощенный вариант расчета (на конец 2019 года). Допустим, мы тратим примерно 50 литров бензина в неделю. Умножаем на 52 недели – это 2600 литров в год. При средней стоимости бензина 46 руб. за литр, получаем годовой расход – 119 600 руб.

Предположим, что среднегодовая цена на бензин растет с темпом 10% в год – это примерно 11 960 руб.

Надо рассчитать, каким количеством акций ЛУКОЙЛа надо владеть, чтобы курсовой рост их стоимости за год, который происходит благодаря росту цен на бензин, превышал рост расходов на бензин (11 960 руб.).

Когда цены растут, первым страдает потребитель, а когда цены снижаются, потребитель – последний, кто на этом выигрывает.

Чарльз Калеб Колтон, английский священник и литератор

Для простоты будем считать, что выручка и себестоимость (!) тоже растут тем же темпом. Это значит, что и темп роста прибыли – 10%.

Еще одно упрощение – будем считать, что соотношение стоимости акции и прибыли (коэффициент P/E) у ЛУКОЙЛа – константа и составляет 10. При росте размера прибыли на 10% в год (из-за роста цены на бензин) при постоянном коэффициенте P/E мы получим прирост цены акции на 10% из-за роста цен. Для простоты будем считать, что физический объем деятельности компании не увеличивается.

Теперь легко выяснить, на какую сумму надо купить акций, чтобы их курсовой рост из-за роста цен на бензин покрывал годовой рост ваших расходов на бензин.

$$X * 10\% \geq 11\ 960 \text{ руб.} \quad X = 11\ 960 / 0,1 = 119\ 600 \text{ руб.}$$

Ответ: чтобы не расстраиваться из-за ежегодного роста цен на бензин, надо купить акций на сумму ваших годовых трат. Если же компания, акции которой вы купили, наращивает объем деятельности в натуральных величинах, то темпы вашего обогащения будут еще выше.

А как получилось на практике?

Год	АИ-95, руб.	Цена акций ЛУКОЙЛа, руб.	Дивиденды, руб.	Объем потребления в год, л	Расходы на бензин в год, руб.	Кол-во акций, шт.*	Стоимость пакета акций по цене 2019 года + дивиденды за время владения, руб.
2007	23	2 150		2 600	59 800	28	207 742
2008	23	950	42	2 600	59 800	63	467 510
2009	24	1 670	50	2 600	61 360	37	271 050
2010	26	1 770	52	2 600	67 600	38	279 757
2011	29	1 650	59	2 600	75 400	46	332 034
2012	31	2 000	75	2 600	81 380	41	292 602
2013	33	2 000	90	2 600	84 760	42	300 940
2014	36	2 325	110	2 600	92 300	40	277 535
2015	37	2 400	154	2 600	96 200	40	274 050
2016	39	3 360	177	2 600	100 620	30	199 443
2017	41	3 370	195	2 600	106 600	32	204 501
2018	45	5 000	215	2 600	117 780	24	147 225
2019	46	6 000	250	2 600	119 600	20	119 600

* Годовые расходы на бензин делим на цену акции за соответствующий год.



Богатый не тот, у кого много денег, а тот, кому хватает.

Народная мудрость

Эту историю можно обобщить: чтобы выигрывать от инфляции, надо соотносить объем вложений в акции с объемом вашего потребления. При этом надо выбирать акции компаний, продукты которых дорожают быстрее остальных.

Этот вывод объясняет, почему богатые богатеют быстрее. Если вы расходуете на потребление больше, чем стоимость ваших вложений, вы не становитесь богаче. Наоборот, вы делаете богаче того, кто владеет бизнесом, чей продукт вы потребляете.

Если объем вложений больше, чем объем вашего потребления, то те, кто потребляют продукты бизнеса, которым вы владеете, делают вас богаче.

Это простое правило позволяет управлять соотношением своего потребления и сбережения. Если вы молоды, стартуете с нуля и можете рассчитывать только на себя (не получили наследства), необходимо увеличивать объем своих вложений и ограничивать потребление до тех пор, пока их стоимость не составит суммы вашего потребления. При желании этого можно добиться за 6-8 лет.

Люди, которые при увеличении уровня зарплаты и других доходов увеличивают объем своего потребления, не имея при этом достаточных вложений, поступают особенно недальновидно по трем причинам:

- они делают себя беднее более высоким темпом;
- увеличивают целевой уровень вложений, которого необходимо достичь, чтобы становиться богаче;
- привыкают к высокому уровню потребления, а потом сократить привычный уровень потребления очень трудно.

Если у вас нет вложений, то размер вашего потребления характеризует не уровень вашего богатства, а скорость, с которой вы беднеете.

Вернемся к нашему примеру. Часто эту задачу путают со случаем, когда необходимо выяснить: какой пакет акций ЛУКОЙЛа необходим, чтобы курсовой рост их стоимости мог покрыть все ваши расходы на бензин. Давайте теперь допустим, что цена на бензин вообще не растет, а соотношение стоимости акции и прибыли (коэффициент P/E) у ЛУКОЙЛа остается на уровне 10. Это означает, что доходность ЛУКОЙЛа как бизнеса составляет 10% в год. Тогда уравнение выглядит следующим образом:

$$Y * 10\% \geq 119\ 600 \text{ руб.} \quad Y = 119\ 600 / 0,1 = 1\ 196\ 000 \text{ руб.}$$

Внимательный читатель упрекнет нас в том, что в нашем примере мы приняли соотношение прибыльности и стоимости акции (коэффициент P/E) за константу. Действительно, на практике это соотношение постоянно меняется.

Но есть закономерность, похожая на эффект сообщающихся сосудов. Если люди много потребляют, это, с одной стороны, приводит к росту прибыли и делает владельцев акций богаче.

С другой стороны, наоборот, малый объем вложений в бизнес приводит к тому, что спрос на акции низкий, коэффициент P/E низкий и стоимость акций ниже, чем могла бы быть при нормальном уровне сбережений. Эта ситуация характерна для современной России.

Если люди много вкладывают, а значит, ограничивают потребление, то это уменьшает прибыль бизнеса, но высокий спрос на акции задает их высокую стоимость. Например, P/E фондовых рынков развивающихся стран находится на уровне 13, стран с развитой экономикой – на уровне 19, при этом P/E американского рынка акций составляет 23.

Но владелец акций выигрывает в любом случае. При повышенном потреблении его делает богаче высокая прибыль. При высокой норме сбережения интерес к акциям задает их высокую оценку, несмотря на снижение потребления.

Поэтому мы не учитывали колебания P/E, так как их влияние снижается при долгосрочном накоплении. Людям, уже миновавшим стадию накопления необходимой суммы, можно рекомендовать увеличивать потребление при высоком P/E и возвращаться к бережливому образу жизни при снижении P/E.

Очевидно, что если заложить в эту модель еще и возможный рост цен на бензин в будущем, то при таком размере вложений курсовой рост, связанный с этим фактором, с лихвой покроет прирост наших расходов на потребление бензина. В этом случае инфляция гарантированно будет делать нас богаче. К началу 2020 года коэффициент P/E ЛУКОЙЛа был около 5-6.



Другими словами, при сохранении этого коэффициента акции ЛУКОЙЛа могут обеспечить доходность около 17-20% при условии неснижения размеров прибыли. Поэтому при такой стоимости акций ЛУКОЙЛа достаточно вложить

сумму около 500-600 тыс. руб. Мы ожидаем, что в долгосрочной перспективе будет происходить рост коэффициента P/E и снижение доходности. Это может дать дополнительный курсовой рост. Так что при ожидании увеличения P/E можно купить даже меньше акций. Очевидный вывод: когда акции стоят дешево, нужна существенно меньшая сумма, чтобы их курсовая динамика в будущем обеспечивала ваше потребление.

Анализируя этот случай, мы приходим к еще одному заключению: размер вложений в акции, необходимый для обеспечения вашего потребления, зависит от стоимости акций и доходности, которую обеспечивает бизнес.

Если вы хотите, чтобы курсовая динамика акций покрывала ваши расходы, можете ориентироваться на средний коэффициент P/E всех акций или P/E индекса МосБиржи. Например, если этот показатель находится на уровне 6, это значит, что размер ваших вложений в акции должен в шесть раз превосходить ваши годовые траты (при условии неснижения прибыльности компаний). Еще раз повторимся, что при таком размере вложений (при условии постоянного P/E) курсовой рост, связанный с ростом цен, покроет рост расходов, и инфляция будет работать на вас. Это дает нам ответ на вопрос: когда можно прекратить осуществлять сбережения?

Не стоит путать это с ситуацией, когда «люди хотят жить на дивиденды от акций». Дивидендная доходность составляет всего 4-5% от стоимости акций, и чтобы дивиденды могли покрывать ваше годовое потребление, объем вложений в акции должен в 20-30 раз превосходить объем потребления. В этом случае вся стоимость акций, включая их возможный курсовой прирост и будущие дивиденды, достанется вашим наследникам. Заслуживают ли они такого щедрого подарка?

Выводы

- Чтобы выигрывать от инфляции, надо вложить в акции сумму, превышающую размер вашего потребления, потому что те, кто потребляют продукты бизнеса, которым вы владеете, делают вас богаче.
- Наши расчеты показывают: чтобы курсовой рост ваших вложений в акции покрывал ваш объем потребления, их размер должен примерно в X раз превосходить годовой объем вашего потребления, где X – средний уровень коэффициента P/E для российских акций. При этом важным моментом является сохранение уровня прибыльности компаний.
- Если размер ваших вложений меньше объема вашего потребления, то чем больше эта разница, тем быстрее вы беднеете.
- Понимая эти зависимости, вы можете определить для себя правильную норму сбережения и потребления и ответить на вопрос, когда прекращать копить и начинать тратить.

■ В рамках курса «Университет» следующим читайте материал 2.5. Абстракция денег.

2.4. Производительные и непроизводительные активы

В какие виды активов можно вложить свободные деньги? На первый взгляд, вариантов не так много. Средства могут быть инвестированы в бизнес (в том числе посредством приобретения акций), облигации, депозиты, недвижимость, на них можно купить товары (золото, нефть и т. д.) или валюту, антиквариат или драгоценности. Других вариантов нет, так как все остальные случаи – это производные от вышеупомянутых инструментов (например, инструментов срочного рынка).

Для того чтобы понять логику инвестиций профессиональных инвесторов, которые стремятся получать прибыль от вложений денег в долгосрочной перспективе, перечисленные выше виды активов необходимо разделить на две большие группы: активы, предполагающие создание добавленной стоимости, и активы, в которых отсутствует созидательная составляющая.

Активы, предполагающие создание добавленной стоимости

- Бизнес (акции) как организация, основной целью деятельности которой является извлечение прибыли.
- Облигации и депозиты как инструмент, в котором заранее определенный денежный поток является платой за пользование заемными средствами.
- Недвижимость, которая при сдаче в аренду приносит рентный доход, а при строительстве увеличивается в цене в результате увеличения строительной готовности.

Активы, в которых отсутствует созидательная составляющая

Товары и валюта являются активами, которые не генерируют денежный поток, поскольку сама природа этих активов не предполагает создания какой-либо добавленной стоимости.

Человек, владеющий бизнесом (акциями), облигациями или недвижимостью, может получить прибыль от своих активов в виде генерируемого ими денежного потока (в виде дивидендов, купонного и рентного дохода соответственно), даже в случае, если их рыночная стоимость не будет изменяться.

В случае вложения денег в товары (золото, нефть и т. д.) или валюту человек не становится богаче от владения этими активами, поскольку сами по себе они не создают добавленной стоимости и, как следствие, денежного потока. Весь расчет сводится к ожиданию увеличения рыночной стоимости этих активов, которая довольно часто определяется изменчивой конъюнктурой рынка или инфляцией.

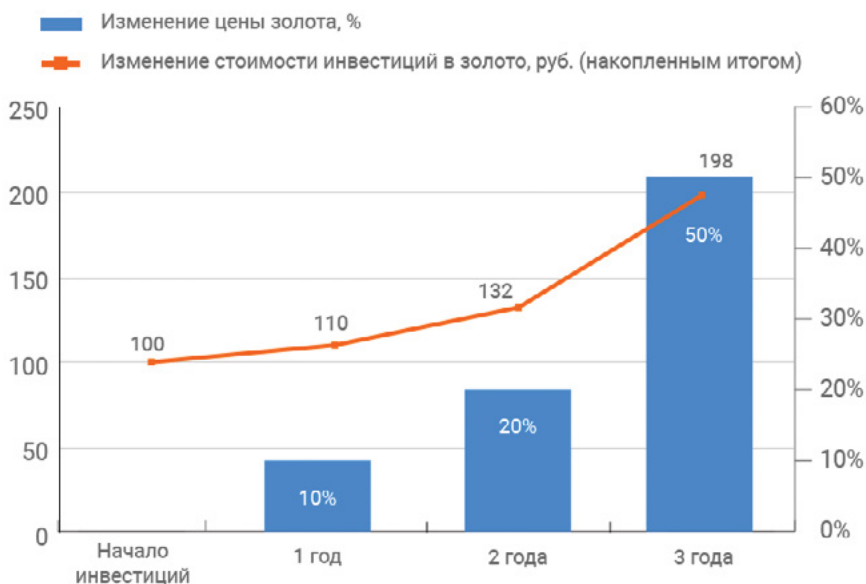
Таким образом, если активы, генерирующие прибыль, дают возможность инвестору зарабатывать от самого владения активом, то при приобретении активов, не генерирующих денежный поток, человек рассчитывает заработать на спекуляциях. В долгосрочной перспективе невозможно получать стабильную прибыль от игры на колебаниях стоимости активов (спекуляций). Кроме того,

стоимость активов, создающих добавленную стоимость, как правило, растет быстрее, чем стоимость активов, которые добавленной стоимости не создают. Это происходит потому, что помимо инфляции, увеличивающей стоимость продаваемых предприятием товаров, на увеличение выручки компании работает еще и увеличение эффективности самого бизнеса.

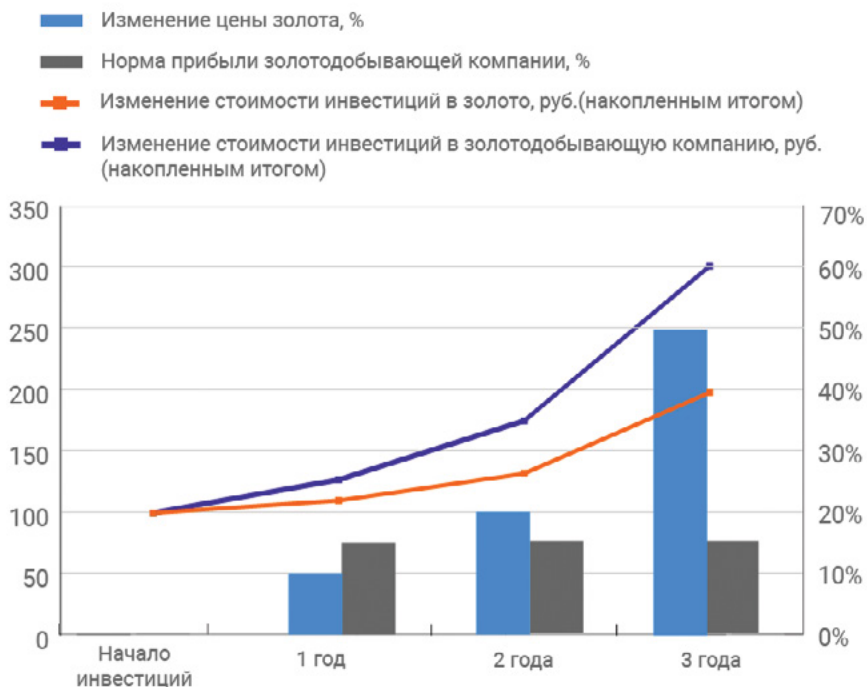
Для большей наглядности рассмотрим пример с золотом. Часто люди, пытающиеся сохранить заработанные деньги, вкладывают их в золото (в виде золотых слитков или монет). Альтернативой, которую видят очень немногие, является вложение заработанных денег в акции золотодобывающей компании.

Здесь стоит отметить, что акции золотодобывающих компаний могут иметь низкий уровень потенциальной доходности, поэтому мы рекомендуем обратить внимание на акции, обладающие более высоким потенциалом.

Человек, купивший на свои сбережения золотой слиток, получит прибыль только в результате роста стоимости золота. В то же время инвестор, который приобрел акции золотодобывающей компании, будет получать прибыль ежегодно, даже если цена золота в течение года не менялась. Произойдет это потому, что компания будет продавать свои изделия с определенной наценкой. При этом прибыль от инвестиций в золотодобывающую компанию выразится либо в росте стоимости акций компании, либо в объеме выплачиваемых на акцию дивидендов.



Таким образом, мы видим, что вложение средств в акции золотодобывающей компании более привлекательно в плане инвестиций, чем покупка золота (например, в виде золотых слитков).



** в данном упрощенном примере мы предполагаем, что рыночная стоимость компании совпадает с балансовой*

Секрет процветания профессиональных инвесторов заключается во владении активами, генерирующими денежный поток. Это обусловлено тем, что увеличение стоимости таких активов происходит быстрее, чем увеличение стоимости активов, в которых созидательная составляющая отсутствует.

▲ В рамках курса «Школа» следующим читайте первый материал Главы 3. Зачем нам фондовый рынок?

2.5. Абстракция денег

Часть 1. Эволюция

В свое время нам поступил вопрос от одного из постоянных читателей: он просил объяснить, в чем сущность и функция денег, а также прокомментировать видеоролик «Инструкция по захвату планеты с примитивными формами жизни», размещенный в интернете.

В интернете представлен целый ряд роликов и текстовых материалов подобного содержания. Общая черта этих материалов – правда причудливым образом перемешивается с неточностями, искажениями смысла и неграмотными трактовками. Все это «приправляется соусом» из теории заговора банкиров и выглядит сенсационно-пугающе. Отсюда высокая популярность этих материалов.

Мы дадим свой взгляд на эту тему и проследим эволюцию денежной системы.

Вначале появляются металлические деньги как способ уйти от бартерных отношений и создать универсальное средство обмена. Обмена одного товара на деньги, а затем денег – на другой товар.

Автоматически деньги становятся способом задать общественно признанную полезность вещи, то есть стоимость, и таким образом установить коэффициенты обмена полезностями.

Затем возникла другая функция денег как средства сбережения. Приведем удачную формулировку описания функции денег как средства сбережения, которую мы нашли у одного из блогеров, исследующего эту тему:

«Деньги, в отличие от бартера, разорвали два временных акта: купли и продажи. Человеку вообще-то изначально был нужен обмен: обменять свою ненужную сейчас корову на необходимую сейчас обувь для семьи. Деньги дали возможность делать это в два этапа. Сначала продать корову, а потом купить обувь. Это разделение на два акта позволило, в свою очередь, отложить второй этап, создав у себя накопление денег. И сохранить эти деньги на будущее. Возникают богатства. Как возможные будущие покупки. Потенциальные покупки. То есть появляется возможность защитить свое будущее, которое для человека всегда весьма туманно.»

Пока деньги оставались в виде монет (в товарном виде, то есть имели своего рода «ликвидационную стоимость»: монеты можно было переплавить во что-то другое), все было более или менее понятно. Общественно признанная полезность вещей, измеряемая в деньгах, была относительно стабильна, хотя были и отдельные экзотические случаи, как, например, покупка бутылки воды в пустыне за кошелек с золотом. Однако даже во времена монет были случаи, когда оценка полезности в деньгах резко менялась. Например, во время войн, наиболее яркий пример – инфляция стоимости золота в период разграбления испанцами и англичанами Америки, когда резкое увеличение денежной массы не сопровождалось увеличением товарной массы. Поэтому

даже стоимость вещей, выраженная в монетах, является договоренностью (то есть абстракцией), которая может измениться в силу обстоятельств.

Основной фактор, который запутывает зрителя видеороликов «про сущность денег», появляется на этапе становления бумажных денег и «ссудного процента». Простота эмиссии бумажных денег неоднократно приводила к девальвации договоренности об общественно признанной полезности вещей, потому что создавать полезные вещи гораздо сложнее, чем выпускать бумажные или, тем более, безналичные деньги.

Здесь и появляются два основных мифа, которые мы рассмотрим далее.

Миф 1. Центральные банки (и в первую очередь ФРС США) бесконтрольно печатают деньги.

Миф 2. Банки с помощью ссудного процента контролируют всю собственность в мире и держат всех в финансовой кабале.

Часть 2. Мифы о собственности

Давайте разберемся, как у людей появляется собственность в любом ее проявлении: будь то недвижимость, бизнес, капитал, деньги. Базовый способ создания любой собственности – это человеческий труд. Если никто не будет трудиться, то не будет существовать никакой собственности. Все остальные варианты (наследование, присвоение) возможны только после того, как кто-то уже потрудился.

Накопление собственности возможно только в случае, когда доходы выше расходов. Для бизнеса это означает, что выручка превышает расходы и появляется прибыль. На уровне частного лица: когда его заработок больше, чем расходы.

Люди неравны между собой по своим способностям. Это ведет к тому, что у одних получается создавать и накапливать собственность лучше, чем у других. Со временем происходит концентрация, в результате чего 20% людей контролирует 80% активов. Видимо, это естественное природное состояние (описываемое соотношением Парето) – собственность ищет эффективных собственников. Возможно, именно такое неравномерное распределение и порождает теории заговора «богатых против бедных».

Объем накопленной собственности не имеет принципиального значения. Для человека важно само умение обеспечить превосходство доходов над расходами. Человек со скромным заработком, контролирующий свои расходы и умеющий грамотно распоряжаться своим финансовым капиталом, может быть более состоятельным, чем человек с большим доходом, живущий в съемной квартире и покупающий в кредит автомобиль и бытовую технику.

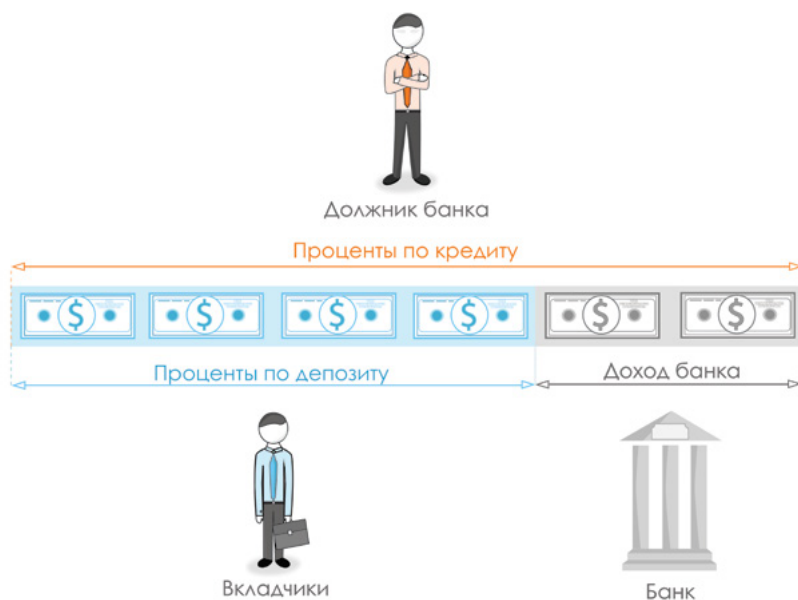
Люди, доходы которых превышают расходы (и происходит накопление), заинтересованы в эффективном использовании собственности (которую всегда можно оценить и трансформировать в деньги). Они могут за определенную плату передавать неиспользуемую в данный момент собственность или деньги

во временное пользование тем, кто в этом нуждается. Так уже созданные активы начинают создавать новые. При этом нужно оценивать способность тех, кто берет активы во временное пользование, вернуть данные активы и выплатить оговоренное вознаграждение.

Со стороны владельцев собственности появляется потребность в качественном управлении активами. Они, конечно, могут делать это самостоятельно, но если есть потребность — появляется бизнес, предлагающий профессиональное выполнение этой функции. Исторически первым таким видом бизнеса стали банки.

Банки — это элемент в цепочке разделения труда. У них есть профессиональный аппарат и налаженные бизнес-процессы для оценки кредитоспособности заемщиков и принятия решений о выдаче кредитов. Поэтому широко распространен миф о том, что банки с помощью кредитов контролируют всю собственность в мире.

У банков действительно есть мощные рычаги влияния — они решают, кому выдавать кредит, а кому нет, а в случае несостоятельности заемщика его собственность может перейти кредитору. Однако конечными кредиторами являются депозиторы банков (то есть те, чьи доходы больше расходов), хотя они обычно не могут влиять на выбор заемщиков.



Если посмотреть на балансы банков, то хорошо видно, что им не принадлежат «все активы мира». Основные доходы от кредитования заемщиков получают владельцы депозитов. Разница между доходами по кредитам и депозитам идет на содержание профессионального банковского аппарата (зарплата служащих), а то, что остается, – это прибыль владельцев банковского бизнеса. Прибыль владельцев банковского бизнеса существенно меньше, чем доходы по депозитам.

С другой стороны, балансы компаний показывают, что среднее по экономике соотношение заемных и собственных средств находится на уровне 1:1. То есть кредиторы лишь косвенно, через займы, контролируют около половины активов, принадлежащих бизнесу.

Отношения кредитора и заемщика – это форма партнерских отношений, по условиям которых предприниматель отдает часть прибыли в качестве платы за предоставленные ресурсы. В то же время, если предприниматель не будет исполнять условия этих партнерских отношений, он рискует лишиться собственности в пользу кредитора. В отношениях кредитор-заемщик существует определенный баланс интересов, и не всегда кредитор защищен лучше заемщика.

Ставка по кредиту стимулирует конкуренцию и является формой участия в прибыли. Если компания хочет расширить деятельность, можно брать в долг и отдавать только часть прибыли или выпускать акции и делиться всей прибылью. Для этого потенциальная прибыль должна быть выше, чем ставка по кредиту, а соблюдение прав всех акционеров компании (качество КУ) должно быть на высоком уровне. Отсюда возникает связь между доходностью бизнеса и стоимостью долгового финансирования.

Когда кредит берет частное лицо, им движет желание потреблять то, на что он еще не заработал. За эту возможность он платит процент. Процентная ставка и оценка кредитоспособности – это естественные факторы поддержания конкурентоспособности не только компаний, но и отдельных людей. Более кредитоспособным будет человек, у которого выше зарплата, то есть на рынке труда его навыки и способности оцениваются выше.

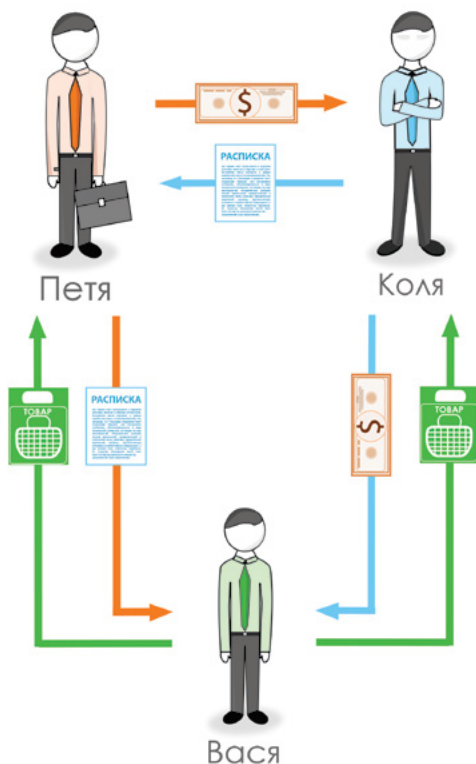
Выводы

- Труд – это базовый способ создания собственности.
- Собственность в этом мире принадлежит тем, у кого объем доходов больше, чем объем расходов.
- Доходы может приносить как человеческий труд (собственный или наемный), так и собственность. Чем эффективнее люди трудятся и управляют своей собственностью, тем выше их доходы. У всех это получается по-разному, отсюда неравенство и деление собственников на крупных и не очень. Это своего рода конкуренция интеллектов (причем с разными стартовыми условиями).

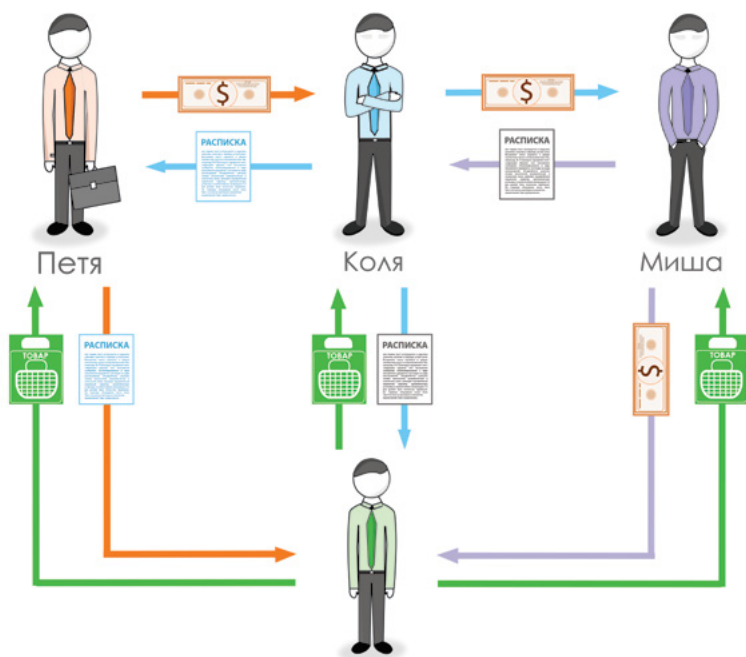
- Банки – это профессиональные посредники по управлению собственностью, но основные доходы от кредитования заемщиков получают владельцы депозитов.
- Кредиторы (в том числе банки) лишь косвенно контролируют активы заемщиков и получают прямой контроль только в случае неисполнения кредитных обязательств.
- Кредитная ставка – фактор повышения конкурентоспособности компаний и частных лиц.

Часть 3. «Печатный станок» и бесконтрольная эмиссия денег

Начнем с бытовой ситуации: у Пети есть 100 рублей, и он дает их в долг Коле под расписку. Коля может купить у Васи товаров на 100 рублей. Петя тоже может купить у Васи товаров на 100 рублей, расплатившись распиской Коли, если Вася, так же как и Петя, доверяет Коле и считает, что тот сможет вернуть 100 рублей. Получается, мнение Пети и Васи о том, что Коля может вернуть долг, позволило Васе продать товаров на 200 рублей, при том что в наличии имелось только 100 рублей.

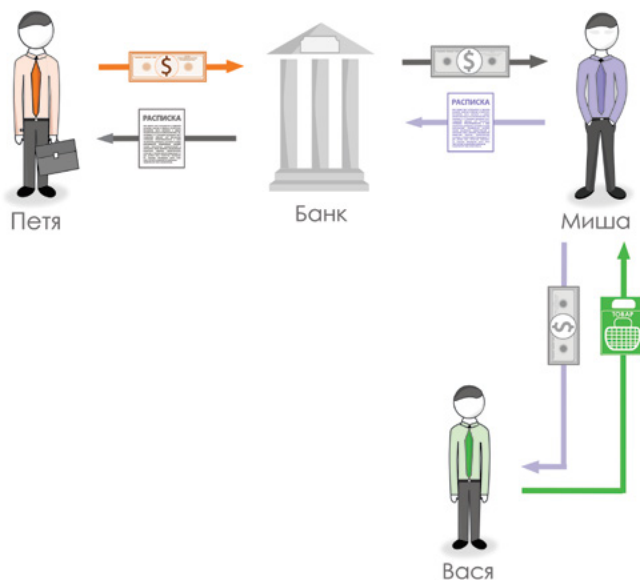


Представим, что к Коле пришел Миша и тоже попросил у него эти 100 рублей в долг. Если Вася верит в способности Миши и Коли вернуть взятые в долг деньги, он может продать своих товаров уже на 300 рублей: Мише (за «живые» 100 рублей), Коле (за расписку Миши) и Пете (за расписку Коли). Доверие этих людей друг к другу (абстрактное мнение) позволило увеличить в 3 раза объем продаж и дать соответствующий импульс производству этих благ.



В этом примере происходило увеличение денежной массы в момент, когда Петя давал в долг Коле, а Коля Мише, при условии что им всем доверял Вася. Количество раз, которые деньги передаются в долг от одного лица к другому, характеризует «кредитный мультипликатор». Получается, значение мультипликатора отчасти характеризует уровень доверия в экономике.

Почему-то в «разоблачающих» материалах о заговоре финансистов частичное резервирование называют мошеннической схемой, позволяющей банкам использовать деньги клиентов и вести бесконтрольную эмиссию для того, чтобы опутать долгами весь мир. Как показано выше, в момент выдачи кредита действительно происходит увеличение денежной массы, но частичное резервирование как раз ограничивает этот процесс. При этом создание денежной массы могут осуществлять не только банки, но и обычные компании и даже частные лица, например выпуская векселя. Поэтому критики «частичного резервирования» должны причислить к мошенникам любого, кто дает или берет деньги в долг.



В примере мы можем заменить Колю на Банк. Получится, что Петя отдал 100 рублей в Банк, а Банк выдал кредит Мише. Но в случае с банками действует правило частичного резервирования, поэтому Банк может выдать Мише меньше 100 рублей. Частичное резервирование возникло как способ ограничения рисков банковской системы. Размер частичного резервирования зависит от риска невозврата по кредиту (иными словами, от уровня доверия должнику). Как следствие частичное резервирование ограничивает и мультипликацию денег.

Размер частичного резервирования в России – 4,75%. В США норма резервирования может составлять до 10% в зависимости от размера депозита.

До кризиса 2008 года в США значение кредитного мультипликатора достигало 9, по итогам 2014 года снизилось до 3, а к началу 2020 года восстановилось до 5. В России последние несколько лет это значение находится в диапазоне 4-5. Излишнее доверие и недоверие могут повредить экономике. Излишнее недоверие может ограничить объем реального производства и уровень жизни, а излишнее доверие — привести к кризису перепроизводства.

Во время долгового кризиса уровень доверия в экономике падает, возникает рефлексивный процесс: все пытаются вернуть свои деньги (истребовать долги) – денежная масса сжимается, что приводит к «нехватке денег», в результате падает стоимость реальных активов, которые должники пытаются срочно продать. Такое сокращение денежной массы опасно тем, что приводит к тотальному падению стоимости активов, кризису неплатежей, снижению доходов населения и, как следствие, к падению производства товаров и услуг, снижению уровня жизни.

Наверное, самый яркий пример влияния размера денежной массы на уровень жизни – это Великая депрессия в США. Ошибка властей была в том, что они «стояли насмерть» за сохранение такой абстракции, как золотой стандарт. При этом в реальном мире разорвались семьи и люди умирали от голода. На самом деле не так важно, что происходит с покупательной способностью денег, это абстракция. Важно, как в реальности живут люди. Задача денежных властей – поддерживать уровень доверия людей друг к другу и стимулировать их трудиться друг для друга, улучшая качество и уровень своей жизни.

В этот момент центральный банк может проводить прямую (QE, рефинансирование банков или выкуп «плохих» долгов) или косвенную (снижение ставки рефинансирования) эмиссию денег. Это противодействует сокращению денежной массы. С другой стороны, эмиссия денег может в будущем привести к инфляции. Поэтому ЦБ приходится выбирать между возможной инфляцией в будущем и социальными волнениями сейчас (из-за безработицы, сокращения доходов и потери собственности, находящейся в залоге).

США часто критикуют за то, что они бесконтрольно печатают необеспеченные доллары и поэтому живут за счет остального мира. Хочется напомнить критикам (которые часто сами при малейшем опасении бегут покупать доллары в ближайший обменник), что никто не заставляет людей и компании в других странах использовать доллар как расчетное средство или способ хранения денег. Все согласилось на эти условия добровольно. И случилось это, когда экономика США стала самой крупной и самой производительной, то есть США победили в соревновании интеллектов наций (хотя многие их методы далеко не безупречны).

Денежные власти США стоят перед непростой дилеммой: с одной стороны, необходимо эмитировать столько денег, чтобы поддерживать нужный объем денежной массы для обеспечения мировой торговли, с другой стороны, эмиссия ослабляет валюту и подрывает доверие к ней (парадокс Триффина).

Когда ты должен 1 000 долларов – это твоя проблема, когда ты должен 100 000 000 долларов – это уже проблема твоего кредитора.

Еще один повод для критики США состоит в том, что они живут в долг за счет остального мира. Это пример того, что далеко не всегда кредиторы контролируют собственность заемщиков. Несмотря на огромный внешний и внутренний долг, в США до 80% населения владеет акциями. При этом основные кредиторы Америки (Китай, Япония, Великобритания) не контролируют американскую собственность и не могут оказать особого влияния на должника. Более того, они очень заинтересованы в стабильности доллара, иначе их долги обесценятся. Акции дают права на реальную собственность, а долги в своей национальной валюте всегда можно обесценить. Поэтому эти долги не страшны, так как имеется возможность не отдавать реальную собственность за абстрактные деньги, эмиссию которых сам контролируешь.

В США на каждый доллар, вложенный в банк на депозит, приходится два доллара, вложенных в фондовый рынок. 80% капитализации рынка акций принадлежит домохозяйствам (мелким собственникам). В России частным инвесторам принадлежит менее 5% капитализации фондового рынка. В долгосрочной перспективе акции приносят более высокую доходность, чем облигации. Население, владеющее акциями (= бизнесом = экономикой своей страны), богатеет более высокими темпами. В США на сегодняшний день максимальная производительность труда (благодаря конкуренции и отсутствию социализма).

Получается, господство финансового капитала – это лишь отражение более фундаментальной ситуации: господства более эффективных интеллектов в соревновании по созданию востребованной обществом полезности. Деньги – это абстракция, позволяющая вести счет в этом соревновании и конвертировать набранные «очки» во владение реальными активами: средствами производства и недвижимостью. А тот, кто ведет такой учет, всегда имеет преимущество.

Выводы

- Создание денежной массы происходит в момент выдачи займа (оказания доверия должнику) и может осуществляться не только банками.
- Частичное резервирование – это способ ограничения рисков банковской системы (а не мошенническая схема).
- Центральные банки должны управлять размером денежной массы (что является абстракцией) таким образом, чтобы поддерживать уровень доверия людей друг к другу и стимулировать их трудиться друг для друга, улучшая качество и уровень своей жизни (что уже вполне реально).

■ В рамках курса «Университет» следующим читайте материал 3.4. Вложение в акции – так ли это рискованно?



Видеоматериал по теме на канале «Арсатера» в YouTube: «Выбор инструментов сбережения. Роли человека. Влияние процентных ставок на ценообразование».

Глава 3. Зачем нам фондовый рынок?

Мы уже не раз объясняли, почему не стоит относиться к фондовому рынку как к казино, почему опасно пытаться спекулировать и играть на колебаниях. Мы рассказывали о простых правилах, которые помогут вам самостоятельно инвестировать на фондовом рынке. Мы также показали свои подходы к управлению капиталом на фондовом рынке. А теперь поговорим о том, какую пользу фондовый рынок приносит обществу в целом.

1. Возможность владеть бизнесом с помощью акций

Большинство людей работают и получают зарплату. Полученные деньги люди тратят на товары и услуги, в том числе на товары и услуги тех предприятий, где они сами и работают. В развитых странах люди еще и владеют акциями тех компаний, чьи товары и услуги они покупают, и тех, где они трудятся. Это повышает уровень жизни людей и делает общество в целом богаче.

Уровень жизни зависит не от номинального количества денег, а от того, насколько хорошо мы работаем друг для друга. У кого повернется язык сказать, что чиновник, который наворовал денег и может потреблять много благ, принес пользу людям и повысил их уровень жизни?



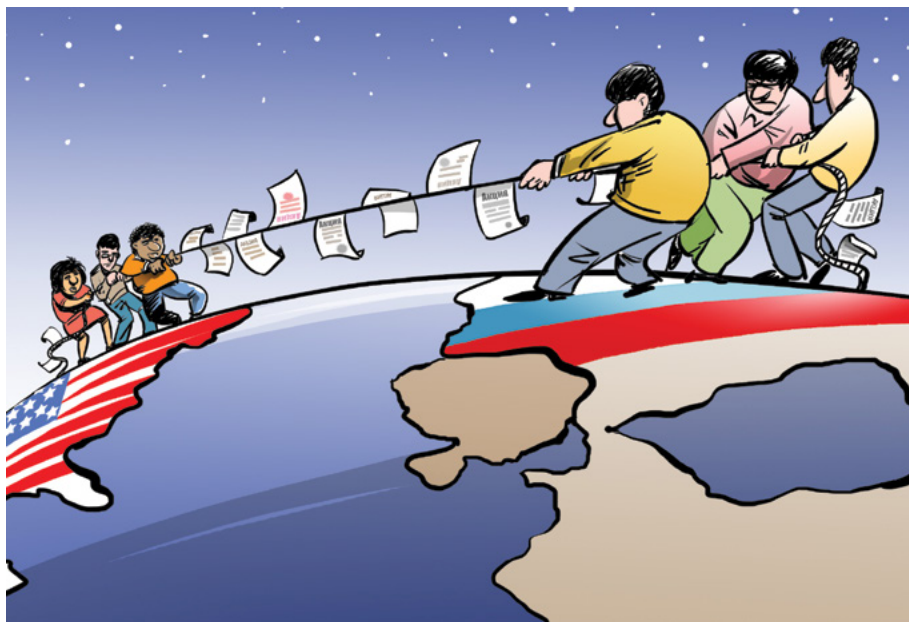
Какую пользу принес фондовый рынок Америке?

Сейчас стало очень модно обвинять американцев в том, что они живут за счет другого мира. Только весь остальной мир сам добровольно принес и отдал им свои ресурсы (мы – нефть, китайцы – свой труд) в обмен на их «бумажки».

А те, кто громче всех «охаивают» американцев, зачастую вкладывают свои сбережения в доллары.

Сила и конкурентоспособность американской экономики базируется на самом развитом фондовом рынке. Средний размер free-float (показатель, характеризующий долю акций, принадлежащих миноритарным акционерам) для американских компаний составляет 80-85% и только 15-20% принадлежит крупным акционерам.

В России все наоборот: в среднем 80-85% акций компаний принадлежит государству и крупным собственникам. И только 15-20% распределено среди «мелких» акционеров, причем большая их часть – это иностранные инвесторы.



У нас около 2% населения вкладывает свои сбережения в фондовый рынок и паевые фонды, да и то по большей части это спекулянты, пытающиеся сыграть на колебаниях, а не люди, стремящиеся владеть бизнесом. В США 80% населения вовлечено в инвестирование на фондовом рынке: напрямую, через паевые фонды или через пенсионные программы.

В России революция большевиков прошла под лозунгом «Земля – крестьянам, заводы и фабрики – рабочим». Однако ни земля, ни промышленность народу не принадлежали, а принадлежали государству, что в конечном итоге привело к потере конкурентоспособности и упадку экономики. А в капиталистической Америке благодаря эффективному механизму фондового рынка добились того, что построили самую сильную экономику и обогнали значительно более развитую европейскую экономику. При этом экономика США напрямую принадлежит их гражданам, то есть народу.

Когда Китай только задумался о том, чтобы свои огромные золотовалютные резервы направить на приобретение акций американских компаний, в США тут же ввели ограничения для иностранцев на владение стратегическими компаниями. Власти США не против того, чтобы американский бизнес делал богаче граждан Америки, но они против того, чтобы американский бизнес делал богаче компартию Китая.

Если люди не хотят владеть бизнесом, который работает в их стране, экономика такой страны никогда не будет сильной, а люди не будут обладать высоким уровнем жизни.

2. Возможность для бизнеса получать средства на развитие

Компании могут размещать акции и облигации. На полученные деньги они открывают новые производства и запускают новые продукты. Внедрение новых технологий, повышение производительности труда и увеличение масштаба производства делает товары и услуги доступнее для людей. Параллельно компании создают новые рабочие места и привлекают на работу специалистов. Это тоже делает общество богаче, все трудятся на благо друг друга и делают это все более и более эффективно.

3. Отбор лучших компаний

Фондовый рынок – это еще одна форма конкуренции и механизм естественного отбора лучших компаний. Улучшая качество продукции и снижая цены, предприятия конкурируют на товарном рынке. Привлекая классных специалистов, компании конкурируют на рынке труда. На фондовом рынке компании ведут сражение за средства инвесторов. Без этих средств им будет гораздо сложнее и на рынке труда, и на рынке своей основной продукции.

На фондовом рынке деньги легче получить тем, кто ведет более эффективный и масштабный бизнес. Тем, кто честнее и умеет лучше работать. Ежедневная торговля акциями на фондовом рынке обеспечивает удобную и технологичную возможность для приобретения и продажи бизнеса. Кроме того, стоимость акций является естественным критерием для оценки эффективности работы менеджмента и успешности компании в целом.

Выводы

- Фондовый рынок – это механизм, позволяющий людям улучшать уровень жизни и иметь защиту в старости, обменивая свой труд в настоящем на труд других людей в будущем.
- Фондовый рынок – это механизм, дающий возможность бизнесу привлекать деньги для развития и обеспечивающий конкуренцию среди компаний.
- Развитый фондовый рынок делает экономику сильнее, а общество богаче.

3.2. Какой СМЫСЛ покупать акции?

Не надо бояться покупать акции.

Надо бояться их не покупать.



Почему большинство людей боятся покупать акции и не используют их как способ увеличения своего благосостояния? Люди плохо понимают, в чем СМЫСЛ владения акциями. Большинство видит смысл в том, чтобы продать их дороже, чем купил. Но эти люди совершенно не понимают, как надо покупать и владеть акциями, чтобы они действительно сделали их богаче.

Многие мечтают о собственном бизнесе. Интуитивно всем понятно: если работать на себя, а не «на дядю», благосостояние будет расти быстрее. А если другие люди будут работать на тебя, то это еще лучше.

Но! Только 5% населения имеют предпринимательские способности для ведения успешного бизнеса. А как быть остальным? Они обречены быть «лузерами»? Им ничего «не светит»?

В большинстве случаев ответ – ДА!

Всю свою жизнь большинство наших граждан будут работать «на дядю», пока их не оставят силы, пока не устареют их знания и навыки. Потом они выйдут на пенсию, будут влачить жалкое существование, ругать правительство, олигархов и приходиться в восторг от мелких «подачек» в виде индексации пенсии.

Почему так несправедливо?!

Потому что они не понимают СМЫСЛА владения акциями!

Представьте себе на минутку Газпром, ЛУКОЙЛ, МТС, Сбербанк, Норильский никель без людей!

Без людей это просто бесполезные трубы, неподвижная техника, пустые здания, выключенные компьютеры.

ЛЮДИ работают и заставляют все это «крутиться».

Можно до бесконечности спорить о том, дает или не дает владение акциями возможность влиять на бизнес, влияют или не влияют экономические показатели на стоимость акций.

Эти споры – бесполезная трата времени.

АКЦИИ – это пока лучший способ, который смогло придумать человечество, чтобы большое число людей могло владеть масштабным бизнесом. Покупая акции, вы покупаете труд людей, и для этого не нужны предпринимательские таланты!

Получая сейчас плату за свой труд, можно обменивать определенную ее часть на обязательство других людей трудиться на тебя в будущем. Естественно, в этих компаниях кто-то будет увольняться или уходить на пенсию, им на смену будут приходиться новые люди. Но эти «неизвестные» сотрудники будут продолжать обеспечивать благосостояние вам и другим акционерам!

Один наш клиент сделал любопытный расчет. Он поделил количество сотрудников каждой компании на общее количество акций, выпущенных этими компаниями, и узнал, сколько человек приходится на одну акцию каждой компании. Потом, перемножив количество своих акций на эти коэффициенты, он посчитал, какое количество «виртуальных» сотрудников «трудится на него».

Может быть, надо копить не деньги, а акции, потому что за акциями стоят реальные люди, которые будут работать на вас в разных компаниях?

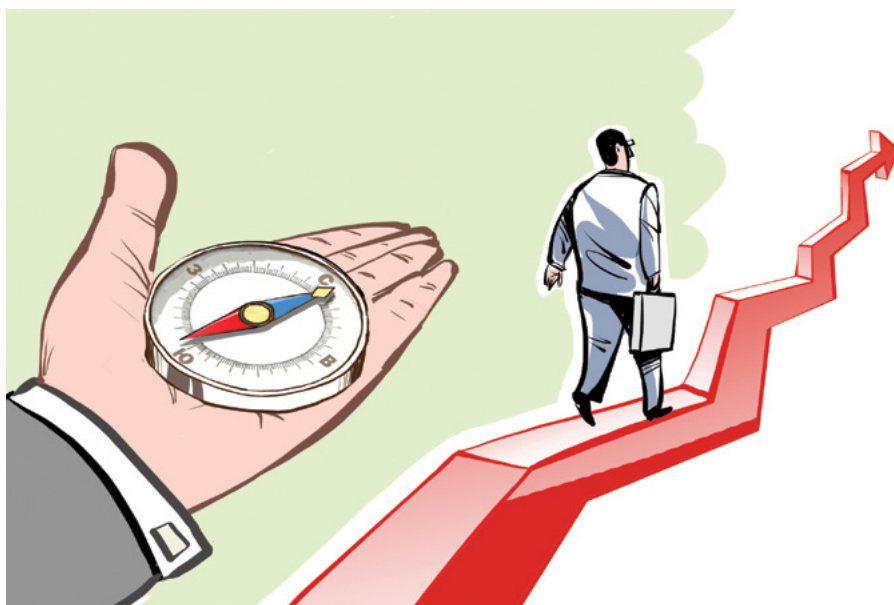
Даже если вы состаритесь и будете никому не нужны, эти неизвестные люди, сами того не зная, будут заботиться о вас, кормить и одевать, обеспечивать тепло и свет в вашем доме. Хотя, скорее всего, если у вас будут акции, вы будете очень «нужны» и своим родственникам!

Неправильно покупать акции на месяц, год или даже на пять лет. Акции надо покупать в течение всей жизни. При этом вложения в акции смогут обеспечивать вас в течение всей жизни.

Выводы

- Чтобы быть владельцем бизнеса, необязательно быть предпринимателем. Можно просто купить акции.
- За каждым бизнесом стоит труд людей. Покупая акции, вы как бы покупаете обязательство этих людей трудиться на вас в будущем.

3.3. Рынок акций – рулетка или...?



В нашей стране тысячи людей мечтают начать собственное дело. Статистика показывает, что из тех, кто начинает, через 3 года 2/3 закрываются, а еще через 3 года закрываются 2/3 от оставшихся. То есть через 6 лет остается 10% более или менее успешных компаний. Все эти люди, которые только мечтают стать предпринимателями или уже являются ими, готовы принимать серьезные риски, связанные с началом и ведением собственного бизнеса. Но даже успешные предприниматели зачастую относятся к рынку акций как к «рулетке».

Попытаемся разобраться, как сложился этот стереотип. Представим предпринимателя, который открыл свой магазин. Дела у него идут хорошо, и его бизнес каждый год приносит прибыль в размере 100 тыс. долл. В какой-то момент он решает расширить бизнес и приходит к своему давнему знакомому – весьма состоятельному человеку с предложением стать партнером. Половину своего бизнеса он продает за 250 тыс. долл. А потом он и его партнер вкладывают в развитие этого магазина по 150 тыс. долл. каждый. Основатель делает это за счет тех денег, которые выручил от продажи своей половины. А через год магазин приносит уже 200 тыс. долл., и они оба продают магазин целиком уже за 1 млн долл.

Это вполне реальная ситуация, но при чем тут фондовый рынок, акции, казино и рулетка? А при том, что продажа половины бизнеса, привлечение новых денег для развития и последующая продажа осуществляются через операции с долями бизнесменов в капитале магазина. Если бы магазин был акционерным обществом, то такими долями являлись бы его акции. Согласитесь, в таком

виде это не выглядит как спекуляция или игра на акциях и уж тем более как казино и рулетка. Обычные деловые операции, с которыми сталкиваются многие предприниматели!

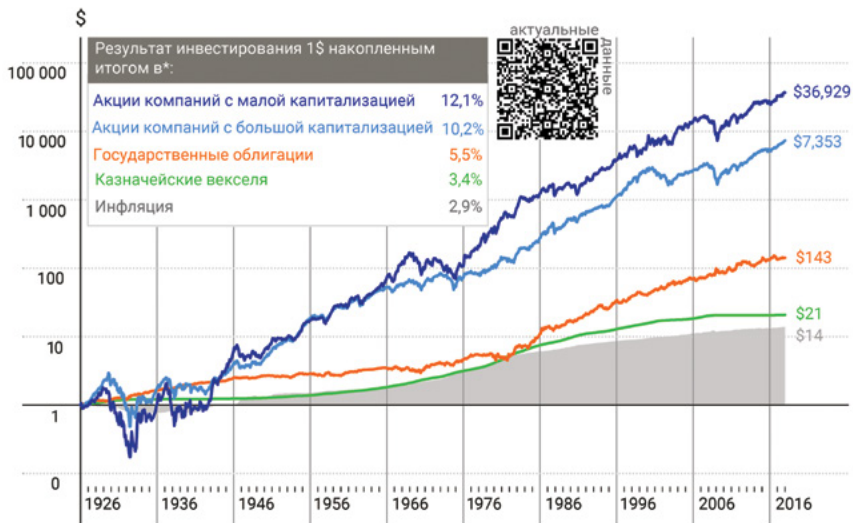
До определенного момента в прошлом только так и осуществлялись операции с правом собственности на бизнес. В один прекрасный день появилась фондовая биржа. Ее первоначальная цель была в том, чтобы упростить сделки с покупкой и продажей бизнеса. Однако в дальнейшем именно эта простота совершения сделок постепенно привела к тому, что для большинства людей покупка и продажа акций стала ассоциироваться с игрой, а не с возможностью удобно и технологично приобрести тот или иной бизнес.

Еще одной причиной искаженного восприятия фондового рынка стало то, что несвязанные с самим бизнесом события стали влиять на стоимость акций и приводить к резким колебаниям их курсовой стоимости. Вернемся к примеру с магазином. Если его владельцу срочно понадобятся деньги, а покупателей на акции не будет, он будет вынужден снижать цену продажи до тех пор, пока кто-то не соблазнится дешевизной продаваемого бизнеса. Делая это через биржу, предприниматель резко повышает шансы найти желающих. Но на магазин как на бизнес, на его экономические показатели вся эта ситуация, согласитесь, никоим образом не влияет, ведь, несмотря на смену собственника, бизнес, как ожидается, продолжит приносить привычный размер прибыли.

Существует и третья причина отношения к рынку акций как к «игровому клубу». Изменения цены акций любой компании подвержены колебаниям, существуют периоды роста и снижения. Естественно, возникает мысль: если купить на минимальных значениях, а потом продать на максимальных, то можно заработать хорошие деньги. К такому способу заработка призывают многие брокерские фирмы. Мало того, эти фирмы предлагают своим клиентам рискнуть и попытаться заработать еще и на снижениях цены акций, продавая акции, взятые в долг, с целью откупить их потом дешевле.

Однако в реальной ситуации практически невозможно определить, является ли текущая цена очередным максимумом или минимумом, особенно в краткосрочной перспективе. Это возможно только в долгосрочной перспективе! В долгосрочной динамике курсовой стоимости акций в полной мере проявляется связь цены акции и результатов экономической деятельности предприятия-эмитента этих акций.

Окружающий мир всегда соглашается с тем, что мы думаем о нем, и с готовностью принимает то обличие, которое мы ему приписываем. Существует армия людей, находящихся в состоянии, близком к игровой зависимости. Много раз в день они совершают сделки в надежде угадать направление изменения цен. Для них рынок акций – это казино. Зомбированные различными техниками биржевой игры, они находятся в слепой уверенности, что разбогатеют в течение нескольких лет или даже месяцев. Да только вряд ли вы увидите их имена в списке богатейших людей планеты.



* Гипотетический результат инвестирования 1\$ в разные классы активов фондового рынка США с 1926 года. Предполагается, что доход реинвестируется, а транзакционные издержки и налоговые сборы отсутствуют.

Практика показывает, что реально зарабатывают на рынке акций совсем другие люди – и вовсе не путем спекуляций. Это люди, которые приобретают акции, чтобы владеть бизнесом и зарабатывать на его развитии. Богатство представителей списка Forbes заключается в стоимости принадлежащих им пакетов акций, в их бизнесе, который они создали, приобрели, построили, и не путем спекуляций, а посредством многолетнего каждодневного труда.

Один мудрец сказал: «Чтобы прослыть ясновидцем, предсказывай будущее на сто лет вперед. Чтобы прослыть глупцом, предсказывай его на завтра».

Выводы

- В инвестициях мы призываем полагаться не на краткосрочные прогнозы, а на долгосрочную зависимость между результатами экономической деятельности предприятий и курсовой стоимостью их ценных бумаг.
- Чтобы зарабатывать на акциях, нужно относиться к инвестированию как к вложению в бизнес, а не пытаться угадывать колебания.

P.S. У спекулянтов, однако, есть полезная функция. Совершая множество сделок, они увеличивают ликвидность рынка. Спекулянты и их деньги – это жертва, которая приносится для того, чтобы инвесторы имели возможность более эффективно входить в бизнес или выходить из него.

▲ В рамках курса «Школа» следующим читайте материал 3.7. Сравнительное исследование эффективности инвестиций в России с 1997 по 2019 год.

3.4. Вложение в акции – так ли это рискованно?



Даже среди опытных финансистов считается аксиомой: «Покупка акций – это вложение денег, сопровождающееся высокими рисками». Мы поспорим с этим утверждением. При определенных условиях владение акциями становится одним из самых надежных способов сохранения благосостояния и одним из самых эффективных способов вложения денег.

Почему вложение в акции считается рискованным?

Есть три основные группы причин для распространения такого мнения.

1-я группа причин: исторические стереотипы

Все финансовые катаклизмы последних 20 лет так или иначе были связаны с ценными бумагами (за исключением, пожалуй, «павловской» денежной реформы). Это и ваучеры, и МММ, и «пирамида ГКО», и даже последний кризис. Все эти события в сознании большинства людей проецируются на рынок акций. Однако, если разобраться, ни одно из этих событий с рынком акций не связано.

Те, кто правильно разобрался в ваучерах и поменял их на акции Газпрома, ЛУКОЙЛа, Норильского никеля, Сбербанка, ничуть не прогадали. Билеты МММ, пожалуй, нанесли самый серьезный удар по имиджу рынка акций, потому что маскировались под акции, но таковыми не являлись. ГКО – это государственные облигации. Как это ни печально, но Россия допустила дефолт по своим обязательствам, и это всегда будет фактом ее кредитной истории. Но при чем тут акции?

Конечно, в ходе кризиса 2008 года, как и в 1998 году, рынок акций сильно пострадал, но он продолжал функционировать и именно в это время обеспечивал фантастические условия.

2-я группа причин: низкий уровень финансовой грамотности

Большинство людей для сохранения своих сбережений пользуются только такими примитивными способами, как покупка иностранной валюты и банковские депозиты. Многие не понимают разницы между акциями и облигациями, а также считают рынок акций рулеткой (казино).

Для иллюстрации можно привести простой факт: в США объем вложений населения в инструменты фондового рынка по разным оценкам в 3-4 раза превышает объем банковских депозитов. В России этот показатель примерно в 7-10 раз меньше, чем объем банковских депозитов.

Опять же существует стереотип, что для вложения в акции нужны специальные знания, нужно долго учиться и т. п.

ЭТО НЕ ТАК!

Надо понять простую вещь: реальный доход может принести не игра на акциях, а владение ими.

Самый простой способ составить портфель – купить 10-15 самых ликвидных (популярных) акций равными долями и раз в квартал приводить его в порядок: продавать часть тех акций, доля которых увеличилась, и докупать те, которые сократили свою долю в портфеле (балансировка портфеля).

Статистика показывает: такой простой портфель точно обыграет больше половины профессиональных управляющих уже через 3-5 лет.

Но не будем преуменьшать значение профессионализма: специальные знания и огромный труд нужны для того, чтобы при управлении портфелем работать лучше среднерыночных показателей.

3-я группа: профессиональная деформация

На первый взгляд, возникает вопрос: почему же финансисты считают акции рискованным вложением? Большинство людей считают финансистов экспертами в этом вопросе.

Но ставить знак равенства между финансистом и инвестором нельзя. В России подавляющую часть финансового сообщества составляют банковские сотрудники или люди с банковским прошлым. Они привыкли брать и давать деньги на короткий срок: месяц, квартал, год. С такой точки зрения, акции – это действительно рискованное вложение.

Условия, при которых акции перестают быть рискованным способом вложения денег

Теперь, когда мы разобрались в причинах такого отношения к акциям, пришла пора назвать три простых условия, при которых вложение в акции становится одним из самых надежных способов сохранения благосостояния и одним из самых эффективных способов вложения денег.

1-е условие: отказаться от главного стереотипа и главного заблуждения

На рынке акций НЕ ИГРАЮТ. ЭТО НЕ РУЛЕТКА. Рынок акций – это удобный и технологичный способ вложить деньги в бизнес. Парадокс, но сейчас большинство активных участников на фондовом рынке – это авантюристы, которые приходят на рынок именно с желанием поиграть, поспекулировать. Кроме того, поддерживается общее мнение, что только игрой и можно заработать на ценных бумагах, а это отталкивает людей, которые не считают себя игроками, спекулянтами, авантюристами. Мы не будем слишком подробно останавливаться на этом вопросе. Об этом подробно рассказано в наших материалах «Рынок акций – рулетка или ...», «Кто выигрывает на фондовом рынке?», «От чего зависит курсовая стоимость акций».

В США 160 млн человек из 305 вовлечены в процесс инвестирования – это больше 50%. Задумайтесь, разве столько людей могут быть авантюристами? В России только 3 млн из 145 связаны с фондовым рынком.

2-е условие: диверсификация – лучший друг инвестора

Миллионы людей мечтают начать собственный бизнес и работать на себя. Все интуитивно понимают: бизнес – это выгодно. Но только 10% новых компаний остаются работать через 5 лет. Вкладывая деньги в свой бизнес, вы кладете все яйца в одну корзину.

В России крупными предприятиями на 80-90% владеют олигархи или государство. В США крупные предприятия на 80-90% принадлежат населению. Вслушайтесь в эти названия – Газпром, ЛУКОЙЛ, Роснефть, МТС, Сбербанк, Норильский никель. Если вы будете владеть их акциями, сотни тысяч сотрудников этих компаний будут работать на вас изо дня в день.

Главное – не делать ставку на одну компанию. Формируя диверсифицированный портфель, вы будете владеть всем спектром российского бизнеса, который будет работать на вас. Не огорчайтесь, что кто-то один вырос больше других, а кто-то даже упал. Сбалансируйте портфель и гоните от себя соблазн обязательно выбрать лучшего и сделать на него ставку.

3-е условие: регулярность инвестирования

Это, пожалуй, самое сложно выполнимое условие. Казалось бы, чего проще каждый месяц инвестировать 10% своего дохода. 10% не такая чувствительная сумма для семейного бюджета. Однако каждый месяц появляется какая-то непредвиденная «дыра», которую надо срочно закрыть. Вам придется бороться и одолевая соблазн «в этом месяце пропустить».

Но даже если вы нашли в себе силы с этим бороться, появляется другая угроза. Когда стоимость акций снижается, особенно во время кризисов, появляется страх за свои деньги. Возникает желание все продать и уйти. Побороть эти эмоции очень сложно. Но если вы найдете силы победить страх и не будете продавать акции, ваше благосостояние не уменьшится

ни на одну акцию. И, поверьте, регулярность инвестирования именно в эти периоды может творить чудеса с вашим благосостоянием.

Не пытайтесь ловить для покупки минимальные уровни. Потом вы поймаете себя на мысли, что самая удачная покупка акций вовсе не ассоциировалась у вас с «дном» рынка. Легендарный инвестор Бартон Биггс выразил это ироничной фразой: «Сейчас – это всегда самый неподходящий момент для начала инвестирования».

Когда люди делают сбережения, они, как правило, имеют цель – купить холодильник, мебель, машину, поехать в отпуск. Накопили – купили, копим снова. А теперь еще модно покупать в кредит. Мы воспитаны культурой денег и потребления. Кажется, что все крутится вокруг денег. Но это не так. Потребление не делает человека богаче. Машину имеет смысл покупать тогда, когда ее стоимость составляет не более 1/10 от вашего благосостояния, то же самое можно сказать про мебель, бытовую технику, отдых.

Люди часто спрашивают: на какой срок лучше всего вложить деньги в акции? На год, два, пять? Вложения в акции надо делать в течение всей жизни, но это вложение будет вас кормить всю жизнь.

Благосостояние складывается не из денег, а из активов. На наш взгляд, лучшие активы – это недвижимость и эффективный бизнес. С недвижимостью все просто – это квартира, дом. Вы же не покупаете дом на пару лет. Когда люди создают свой бизнес, они тоже вкладывают в него свои силы и деньги не на год или два. Но для создания и ведения успешного бизнеса нужны способности. Если их нет, можно ПРОСТО КУПИТЬ АКЦИИ И ВЛАДЕТЬ ИМИ ХОТЬ ВСЮ ЖИЗНЬ. И только изредка проводить балансировку своего портфеля.

На эту идею можно посмотреть еще и с другой точки зрения – это концепция человеческого и финансового капитала. Вы можете более подробно познакомиться с этим вопросом, прочитав наш материал «Ваш самый главный актив – это вы сами!»

Выводы

- Не стоит находиться в плену ложных стереотипов относительно рынка акций и инвестирования.
- Не стоит считать, что для вложения в акции нужны специальные знания или большой начальный капитал. Вы можете начать инвестирование с 1 тыс. руб.
- Придерживайтесь правила диверсификации и делайте инвестиции регулярно.
- Не пытайтесь спекулировать – проиграете.
- Покупайте акции и владейте ими, и они вернут вам все сторицей. А еще акции – это один из немногих активов, который может реально защитить от инфляции.

■ В рамках курса «Университет» следующим читайте материал 3.6. Акции vs Золото.

3.5. Покупка акций на вторичном рынке – это вложение в бизнес!

Представьте: собралась компания людей и решила сыграть в карты на деньги. В процессе игры не было создано новых денег. Просто произошло перераспределение денег от одних игроков к другим. Хотя тот, кто выиграл, считает, что он заработал. Примерно то же самое происходит в казино, спортивных тотализаторах, на срочном рынке и Форексе. Единственное отличие в том, что часть денег игроков переходит организатору в виде комиссии.

А что происходит на фондовом рынке? Люди приходят туда с деньгами, которые они как-то и где-то заработали, покупают и продают акции, так же платят комиссии бирже и брокерам, так же происходит перераспределение денег между ними. Покупка акций на вторичном рынке (то есть у предыдущего владельца) не приносит никаких денег для самой компании. В чем отличие? Многих даже не интересует, чем занимается компания, акции которой они покупают. Распространено мнение, что покупка акций никак не связана с владением бизнесом. Мы постараемся дать ответ на вопрос: является ли покупка акций на вторичном рынке вложением в бизнес и как она влияет на бизнес?

Когда спрашиваешь у любителей Форекса или срочного рынка, откуда они взяли стартовый капитал для спекуляций, то чаще всего оказывается, что это ранее полученная зарплата. Даже если они взяли в долг или просто играют деньгами знакомых, это тоже зарплата, только заработанная другими людьми. В принципе, то же самое можно сказать и о тех, кто покупает акции. А где они все получили свой стартовый капитал? На работе. Даже если это наследство или средства от продажи имущества, все равно кто-то когда-то заработал эти деньги. И даже если эти деньги украдены, они украдены у того, кто их заработал.

Главным работодателем в экономике является бизнес, то есть компании и предприятия. Некоторые компании являются публичными, некоторые нет. Публичная компания – это компания, акции которой может купить любой желающий. Это открытое акционерное общество, акции которого обращаются на бирже. Непубличные компании – это всевозможные АО и ООО. На Западе это вполне обычная ситуация, когда человек, например, работает в публичной компании и часть заработанных денег направляет на приобретение акций.

Кто-то скажет, что у нас главным работодателем является государство. На государственной службе работает огромная часть трудоспособного населения. Но государственные органы не создают ВВП! Их обязанность – обеспечить условия для создания и роста ВВП. Труд военных, полиции, работников различных министерств и ведомств должен обеспечивать порядок и возможность для ведения и развития эффективного бизнеса в стране. Если отбросить пенсионеров, несовершеннолетних и государственных служащих, получится, что деятельность, направленная на повышение нашего уровня жизни, ложится на плечи совсем небольшого процента населения.



Компании, акции которых обращаются у нас на бирже, создают более половины ВВП (по разным оценкам 60-70%), поэтому акции – это производительные активы. А сами по себе ставки в казино или букмекерской конторе, открытые позиции на Форексе, контракты на срочном рынке и лотерейные билеты не являются активами, в основе которых лежит человеческий труд! Владельцев этих активов правильнее сравнить с собственником входного билета в кинотеатр или развлекательный центр. И уж совсем нелепо считать, что они осуществляют созидательную деятельность.

Отчасти рост доходов населения обеспечивает рост фондового рынка. Только, несмотря на стоны и причитания о низких зарплатах, людей не удивляет, что зарплаты могут расти, и их рост, в общем-то, неограничен. Но у людей вызывает сомнения, что ничем не ограничен и рост акций или недвижимости.

Рассмотрим такой пример. Человек вложил миллион в бизнес. Бизнес работает, создает что-то полезное и востребованное людьми, получает выручку (плату за свою работу). Из этой выручки он выплачивает зарплату работникам и приносит прибыль основателю (= собственнику). Пока у этого бизнеса один собственник. Вся заработанная бизнесом прибыль его. Выплатил собственник сам себе дивиденды или нет – особой роли не играет. Все равно все деньги его. Важно, что бизнес заработал прибыль и собственник может ее использовать как ему угодно: для расширения бизнеса, потребления или каким-то другим способом. Ставки в казино или букмекерской конторе, открытые позиции на Форексе, контракты на срочном рынке и лотерейные билеты не являются активами, которые выплачивают дивиденды. Или, другими словами, они не являются активами, которые трансформируют «полезность, созданную для людей» в деньги для владельцев этих активов. А то, что дивидендная доходность акций может быть невысокой или вообще нулевой, не отменяет принципиального отличия между этими явлениями. В частности, несмотря на внешнюю похожесть способа торговли, владение акцией и фьючерсом на эту акцию разделяет огромная пропасть на уровне «физического смысла».

Вернемся к нашему примеру: этот человек (основатель) продал бизнес другому за полтора миллиона. Этот «новый покупатель» теперь им владеет. Из полутора миллионов, которые он заплатил, миллион – это начальные вложения. А полмиллиона, которые он заплатил «сверху», – это что? Это оценка успешности бизнеса! А если, например, «новый покупатель» купил его дешевле, то это оценка «неуспешности».

И все-таки, кто заработал деньги для основателя? «Новый покупатель» или сам бизнес? Представьте, что строится дом. С каждым новым этажом растет стоимость дома. Вы его купили, когда было пять этажей, а продаете кому-то дороже, когда уже построено десять. Несмотря на то что разницу «новый покупатель» оплачивает деньгами, которые он заработал, она (разница) обоснована тем, что в доме стало больше этажей. То же самое и с бизнесом. Когда он развивается и расширяется, его стоимость растет. И «новый покупатель» своими деньгами оплачивает этот прирост. На самом деле неважно, сами вы построили дом или купили квартиру на вторичном рынке. И в том и в другом случае вы вложили деньги в недвижимость. Когда меняется ее стоимость, «новый покупатель» покупает ее, не задаваясь вопросом, сколько вы заработали на этом вложении и почему он должен оплачивать разницу. То же самое происходит на фондовом рынке, только вместо свидетельства о собственности на недвижимость у вас акции.

В случае покупки бизнеса целиком не возникает сомнения, что «новый покупатель», купив бизнес у предыдущего владельца, сделал вложение в бизнес. В этом месте наши оппоненты (те, кто не считает покупку акций на вторичном рынке вложением в бизнес) обычно говорят: конечно, ему же принадлежит 100%, он хозяин. Считается, если меньше 50% + 1 акция – это не хозяин. То есть, если купил контрольный пакет – это вложение в бизнес, а если нет, то это как?

Давайте продолжим нашу историю. «Новый покупатель» решил расширить бизнес. Для привлечения капитала он провел IPO, в результате которого у этого бизнеса появилось 1000 новых акционеров. Допустим, что при этом участникам IPO принадлежит 20% этой компании, а 80% принадлежит «новому покупателю». Он купил на вторичном рынке у основателя (то есть напрямую в бизнес не вкладывал), а участники IPO вложили деньги напрямую в бизнес, но контрольным пакетом не владеют.

К сожалению, благодаря «народным IPO» у населения сформировался очередной негативный стереотип. Любое приобретение акций как в ходе IPO, так на вторичном рынке надо оценивать с точки зрения соотношения «цена – качество» и стараться понять, по какой цене целесообразно это делать. Естественный мотив любого предприятия – продать свои акции на IPO как можно дороже. В этом им помогают многочисленные инвестиционные банкиры. Их комиссия зависит от цены, по которой они смогут продать акции покупателям. Зачастую, в ход идут завышенные оценки перспектив будущей деятельности предприятия. Мы в УК Арсагера в большинстве случаев не участвуем в IPO, так как очень часто цена является завышенной. Скорее всего, потом, рано или поздно цена IPO будет превышена, но терять это время неправильно.

Кстати, возможность прямого привлечения денег в бизнес (который создает полезные продукты, платит налоги, выплачивает людям зарплату и зарабатывает прибыль для собственников) посредством дополнительной эмиссии – это еще одно важное отличие такого актива, как акции от срочного рынка, казино, Форекса и тотализаторов.

Еще один аргумент наших оппонентов: в законе «Об акционерных обществах» не говорится напрямую, что акционер – это собственник компании. Акционер – это собственник акций, а акция дает право на (1) управление (голосование), (2) дивиденды, (3) часть имущества при ликвидации. А какие еще функции, вытекающие из права собственности, вам нужны? Прийти и в любой момент забрать домой какой-нибудь станок?

Часто люди путают права собственника и права единоличного собственника. И если человек не обладает правами единоличного собственника, то он и собственником себя не считает. Это уже скорее психологическая проблема.

Да! Единоличным собственником быть комфортнее и приятнее. В своей квартире что хочешь, то и делаешь, а в коммунальной квартире приходится согласовывать свои действия с другими жильцами. Единоличная собственность – это огромное преимущество, но это и недостаток. В одиночку гораздо труднее запустить большой масштабный бизнес.

Принципы работы акционерного общества как раз заточены на совместное владение бизнесом большого количества разнокалиберных акционеров. Это юридическая конструкция, которая развивалась сотни лет и впитала опыт огромного количества различных деловых ситуаций. Идеальной защиты своих прав не имеют ни крупные, ни миноритарные акционеры. Но пока это лучшее, что человечеству удалось придумать для реализации совместных проектов и объединения усилий и ресурсов большого числа людей.

Бессмысленно отрицать тот факт, что, владея разным количеством акций, люди могут оказывать разное влияние на деятельность компании. И это нормально! Другое дело, что могут быть злоупотребления со стороны крупных собственников. Но это не исключает миноритариев из состава владельцев бизнеса. Большая доля акций – это возможность принять решение, которое будет распространяться на всех, а не решение в свою пользу. Как в ТСЖ жильцы принимают решение направить деньги, например, на благоустройство детской площадки, а не на ремонт подъезда. Кому-то, у кого нет детей, это решение может не понравиться, но это решение для всех. А вот решение направить деньги, например, на ремонт частной квартиры № 13, где проживает председатель ТСЖ, будет явным злоупотреблением.

Здесь в очередной раз необходимо признать, что на фондовом рынке регулярно встречаются ситуации, когда крупные акционеры и менеджмент злоупотребляют своими правами. Мы постоянно проводим оценку этой ситуации в рамках исследования качества корпоративного управления (КУ) по большинству рыночных компаний, обращающихся на фондовом рынке, и

рассчитываем семейство индексов по качеству КУ. Приятно отметить, что год от года качество КУ российских компаний повышается.

В этой связи хочется обратить внимание на такой парадокс. Информация и новости фондового рынка, которые распространяют СМИ, это зачастую негатив: скандалы, аферы, злоупотребления. У неискушенных наблюдателей может сложиться впечатление, что фондовый рынок – это очень плохое место и непонятно почему его до сих пор не закрыли.

Обратите внимание, что похожая ситуация и с новостями о происшествиях на дорогах: аварии, катастрофы, погибшие, правонарушения и т. д. и т. п.

Если представить себе человека, который не знает, для чего нужны дороги, а только слушает новости, то у него наверняка возникнет мысль: дороги – это ужасное место, которое надо закрыть как можно быстрее и прекратить все эти безобразия.

Возможность покупки, а точнее возможность продажи акций на вторичном рынке – это огромное преимущество, которое придумано человечеством. Это механизм, позволяющий бизнесу жить. Представьте ситуацию, когда нет такой возможности. Основатель создал бизнес, развивал его, получал прибыль, а потом решил уйти на покой. Если бы он не имел возможности продать свой бизнес, то его пришлось бы ликвидировать. Зачем ликвидировать бизнес, который приносит пользу? Акции позволяют продавать бизнес не целиком, а по частям. Количество людей, готовых купить часть бизнеса за «небольшие» деньги, гораздо больше, чем людей, готовых купить бизнес целиком, поэтому, продавая бизнес по частям, первый владелец может это сделать по более интересной цене. Жизненный цикл бизнеса будет ограничен периодом его «полезности» для людей, а не сроком, в течение которого его первый владелец готов им заниматься. От этой возможности, кстати, зависит и качество жизни людей. Представьте себе автомобильное производство, которое зависит от того, какое время его владелец готов им заниматься. Захотите вы купить автомобиль в компании, которая может закрыться по причинам, зависящим от персональной жизненной ситуации ее владельца?

Чем выше ликвидность вторичного рынка компании X, то есть чем проще стать владельцем ее акций и чем проще перестать быть владельцем ее акций, тем лучше для всех. Кстати, ликвидность вторичного рынка – это один из многих факторов, определяющих стоимость самой компании.

Конечно, совершая ежеминутные спекуляции с акциями, человек не считает себя владельцем. На самом деле это чисто психологическая проблема – считать или не считать себя владельцем. Спекулянт все равно становится владельцем и вкладывает деньги в бизнес. Пускай всего лишь на несколько минут. В результате этих операций часть денег других участников переходит к нему или от него. На коротких интервалах размер переходящих денег определяется краткосрочными колебаниями спроса и предложения. Но на длительных временных интервалах хаотичные на первый взгляд колебания формируют картину, в которой очень хорошо видна зависимость между стоимостью акций компании и экономическими показателями ее деятельности.

Давайте рассмотрим еще один вырожденный случай. Представим компанию, владельцами которой является группа спекулянтов из 1000 человек и их количество не меняется. Все они отчаянно спекулируют и владеют акциями от нескольких минут до нескольких дней. А компания в это время работает сама по себе и показывает хорошие результаты. Допустим, за 3 года ее стоимость вырастает в два раза. Для каждого из этой тысячи можно посчитать суммарное время владения определенным пакетом акций, и оно будет немаленьким, хотя при этом они не считали себя собственниками. Результат изменения стоимости тоже в определенной пропорции распределится между этими участниками. Кстати, кто-то из них даже получит дивиденды. Часть из них, конечно, будут считать, что заработали своим умом за счет других, менее опытных и удачливых. Но их коллективный результат все равно не сможет превзойти результата, который показали акции за этот период. Более того, этот коллективный результат будет хуже из-за издержек. Размер издержек зависит от активности «наших» спекулянтов: количества сделок, «шортов», «плечей», стоп-лоссов, тейк-профитов и т.д. В теории, если они будут очень «старательно» спекулировать, возможна ситуация, когда они ВСЕ проиграют. А весь результат, который показал бизнес в виде прироста стоимости акций, перейдет брокерам и бирже в виде комиссии и процентов.

Выводы

- Вторичный рынок акций – это великолепный механизм, обеспечивающий жизнеспособность эффективного бизнеса.
- Покупка акций на вторичном рынке – это тоже вложение в бизнес, несмотря на то, что сам бизнес денег при этом не получает.
- Вторичный рынок определяет возможности компании привлечь деньги на IPO для развития. Кроме того, вторичный рынок позволяет осуществлять выкуп акций самой компанией, что по своему физическому смыслу очень близко к выплате дивидендов.
- Ликвидность вторичного рынка влияет на стоимость акций компании.
- Стоимость самого бизнеса задается деньгами, которые бизнес заплатил людям в виде зарплаты, дивидендов, выкупа акций на вторичном рынке. Все, круг замкнулся!

♦ В рамках курса «Аспирантура» следующим читайте материал 5.4. Кто выигрывает на срочном рынке.

3.6. Акции vs золото

Сегодня вложение в золото является очень популярной инвестиционной идеей, несмотря на то что объем его добычи покрывает нужды ювелирного производства и нужды центральных банков государств. Следовательно, главный вопрос, который должен задать себе инвестор при вложении в золото: а что с ним будет через 10 лет, останется ли золото ценностью и почему?

Формы вложений в золото

Покупка золотых изделий. Такие изделия не слишком ликвидны, то есть их непросто продать, к тому же в стоимости ювелирных изделий велика доля труда ювелира, которая может быть не оценена по достоинству в случае, если вы решите продать изделие. Хранение сбережений в виде золота (в слитках или драгоценных изделиях) называется тезаврацией.

Золото в слитках. Существенные недостатки: НДС (20%), а также риски и расходы, связанные с хранением. НДС не уплачивается только при условии покупки и последующего хранения слитков в хранилище банка, что также может приводить к дополнительным расходам.

Обезличенный металлический счет (ОМС). Если вы выбрали ОМС, то физически вы золото не покупаете. Просто вносите деньги в банк, который пересчитывает средства в граммы золота. Они учитываются и меняются в цене в зависимости от мировых цен на металл. Если они растут, ваш счет становится больше, но если падают, то вы теряете деньги. Главным недостатком данного способа вложения в золото является то, что вы принимаете на себя риски банка, да и не факт, что на ваши средства будет приобретаться материальное золото. Кроме того, следует отнести к недостаткам очень широкий спред (разницу между ценой покупки и продажи), устанавливаемый банками, который иногда достигает 10-15%.

Инвестиционные и коллекционные монеты. Последние являются более дорогими, выпускаются меньшим тиражом. Инвестиционные монеты хороши тем, что их продажа не облагается НДС. В остальном это вложение мало отличается от покупки слитков. А продажа коллекционных монет налогом облагается. Стоимость монет зависит от многих факторов, а любая царапина приведет к значительному уменьшению стоимости монеты.

Инвестиции в золото через ПИФы. При использовании ПИФов для инвестиций в драгметаллы стоит обратить внимание на схему инвестирования, так как активы фондов могут инвестироваться не в физическое золото (или другой драгметалл), а в паи зарубежных фондов, которые, в свою очередь, инвестируют во фьючерсы на золото – производные ценные бумаги, за которыми нет никакого металла. Из-за такой схемы значительно возрастают издержки пайщика, а следовательно, снижается общий результат. Не стоит забывать и о комиссии ПИФа, которая может составлять 2-3% в год от стоимости вложений.

Недостатки вложений в золото

Некоторые недостатки вложений в золото в зависимости от формы вложений были изложены выше. Остановимся на общих моментах вложений в золото.

В случае, когда вы приобретаете золото в банке тем или иным способом, недостатком будет являться большой спред (то есть разница между тем, по какой цене банк продает вам золото, и тем, по какой будет покупать). Зачастую эта разница составляет 5% и более.

Золото – это непроемчивый актив, то есть вкладывая средства в золото, вы надеетесь на рост его стоимости, если его не будет, то не будет и дохода.

Золото не является предметом первой необходимости (как, например, недвижимость), спрос на него может изменяться довольно резко, к тому же если какое-либо государство начнет активно распродавать свои резервы (пока цены высоки), то цена на него ввиду большого объема предложения упадет.

Может, лучше золотодобывающие компании?

Прибыль от роста цен на золото получают не только спекулянты, а в первую очередь компании, которые занимаются добычей золота. Для них золото – это не спекуляция, а бизнес. Безусловно, изменение цен на золото влияет и на прибыль золотодобывающих компаний. Однако зависимость здесь нелинейная. Увеличение цен на золото увеличивает разницу между себестоимостью добычи золота и ценой его продажи, что, в свою очередь, может привести к увеличению прибыли компании.

Возникает вопрос: «А что мне до этой прибыли? Ведь ее получают компания и владельцы, а не я!» Здесь стоит вспомнить, что каждый может стать владельцем золотодобывающей компании и иметь право на часть (пусть и небольшую) ее прибыли. Сделать это можно посредством приобретения акций компании.

Владея акциями, вы надеетесь на рост их стоимости, но в данном случае, даже если роста не будет, существуют дивидендные выплаты.

Приведем график сравнения эффективности вложения 100 рублей в золото, депозиты и фондовый рынок. Источники: moex.ru, gks.ru, bn.ru., gold.org, расчеты УК Арсагера.

График 1. Вложили 100 руб. в конце 1997 года

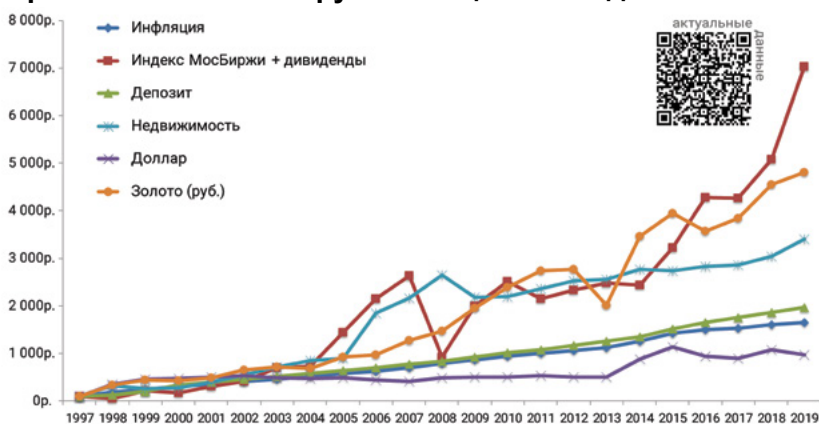
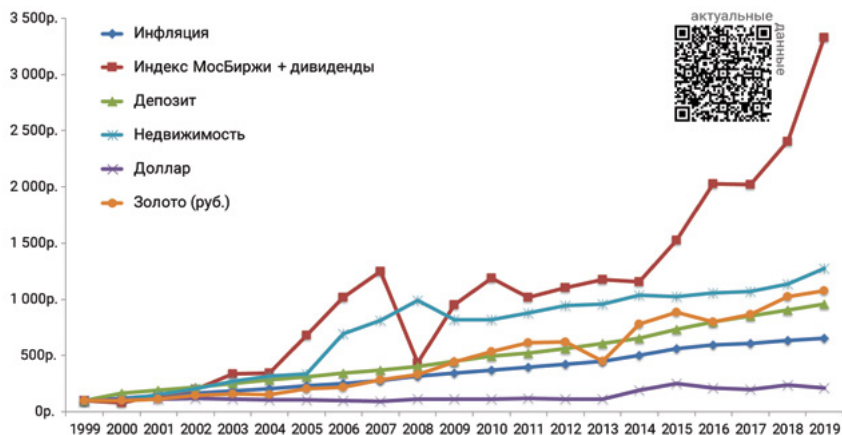


График 2. Вложили 100 руб. в конце 1999 года



В данном случае золотодобывающие компании были приведены исключительно в качестве примера. Используя акции, инвесторы могут стать владельцами (пусть и с маленькой долей) любых публичных компаний. Если вы считаете, что цены на недвижимость будут расти, а строительные компании получают на этом некую сверхприбыль, то почему бы не поучаствовать в их деятельности путем покупки акций?

Здесь стоит отметить, что акции золотодобывающих компаний в определенные периоды могут иметь низкий уровень потенциальной доходности, поэтому мы рекомендуем обратить внимание на акции, обладающие более высоким потенциалом.

Интересно, что на отрезке с конца 2011 по конец 2015 года вложения в золото выходили на первое место, обогнав недвижимость и акции. Причины такой ситуации – резкий рост котировок золота в 2011-2012 гг. и резкая девальвация национальной валюты в 2014-2015 гг. (так как долларовые цены на золото в 2014 году практически не изменились, а в 2015 году даже заметно снизились). Если же рассмотреть период с конца 1999 по конец 2019 года, то наилучший результат продемонстрировали вложения в акции (3 332 руб. с учетом дивидендов) и недвижимость (1 272 руб.), оставив золото (1 079 руб.) на третьем месте по состоянию на конец года.

Будущее вложений в золото

Мы начали с того, что инвестору (именно инвестору, а не спекулянту) при совершении инвестиций стоит задуматься о том, что же будет с его вложениями через 10 лет. Со стопроцентной вероятностью на этот вопрос не может ответить никто. Стоит отметить, что спрос на золото среди производителей ювелирных изделий и компьютерной техники значительно меньше добычи. Поэтому фундаментальных основ для роста цены на золото нет. Однако в свете ослабления роли доллара как мировой резервной валюты может

возникнуть инвестиционный спрос на золото (как расчетную единицу). В истории стоимости золота были как периоды резкого роста, так и значительного падения и долгие периоды стагнации цен. Если вы приняли решение иметь этот актив в своем инвестиционном портфеле, рекомендуем придерживаться принципа периодической ребалансировки в сочетании с другими активами.

График 3. Цена на золото, USD за унцию



Падение спроса на акции конкретного эмитента также возможно, но, как показывает статистика, в долгосрочной перспективе стоимость акций растет. Это связано с тем, что компании каждый день работают и зарабатывают прибыль для себя и акционеров, что в конечном счете сказывается на стоимости акций. В то же время стоимость золота – это, по сути, виртуальная договоренность, которая обусловлена не столько нуждами реального производства, сколько взглядом отдельных участников рынка на его стоимость.

Выводы

- Существуют различные варианты вложений в золото, каждый из которых имеет свои плюсы и минусы.
- Золото не является производительным активом. Инвестируя в него средства, можно надеяться только на рост стоимости золота, которого может и не быть, ведь потребности производителей, использующих золото, полностью удовлетворяются добычей.
- Выгоду от роста стоимости на золото получают компании, занимающиеся его добычей. Если вы хотите принять участие в этом бизнесе, то можете приобретать их акции.
- График сравнения эффективности инвестиций за период с 1999 по 2019 год показывает, что инвестиции на фондовом рынке в определенные периоды могут значительно превосходить по результату остальные инструменты.
- Стоимость акций выражает стоимость бизнеса, который производит товары, + добавленную стоимость. На длинном временном окне это сочетание перспективнее, чем просто товар без всякой добавленной стоимости. В частности, акции золотодобывающих компаний могут быть перспективнее, чем такой товар, как золото.

■ В рамках курса «Университет» следующим читайте материал 5.6. Иллюзионисты в мире финансов: структурированные продукты.

3.7. Сравнительное исследование эффективности инвестиций в России с 1997 по 2019 год

Достаточно часто у инвесторов возникает вопрос, что выгоднее: вложение в недвижимость или в фондовый рынок, в золото или в валюту? А может, лучше депозит? Обгоняет ли инфляцию индексное инвестирование? Список можно продолжать достаточно долго.

В данном материале приводится обобщенный сравнительный обзор эффективности инвестирования в такие инструменты, как акции, недвижимость, депозит, золото, валюта. Приведенные расчеты не учитывают транзакционные издержки, связанные с приобретением и владением рассматриваемых активов, что может оказать существенное влияние на фактическую доходность.

Источники данных.

- Индекс МосБиржи – <http://www.moex.com/>.
- Депозит – средневзвешенная ставка по рублевым депозитам физических лиц в кредитных организациях сроком до 1 года по состоянию на начало года (кроме депозитов до востребования) – <http://cbr.ru/>.
- Недвижимость – изменение стоимости недвижимости на вторичном рынке жилья в Санкт-Петербурге – <http://www.bn.ru/>. В расчете не учитывается возможность получения дохода от использования недвижимости.
- Золото – изменение стоимости золота в долларах США – <http://www.gold.org/>.
- Доллар – изменение курса доллара по отношению к рублю – <http://cbr.ru/>.
- Инфляция – индекс потребительских цен – <http://gks.ru/>.

График 1. Процентные изменения за период с 1998 по 2008 г.

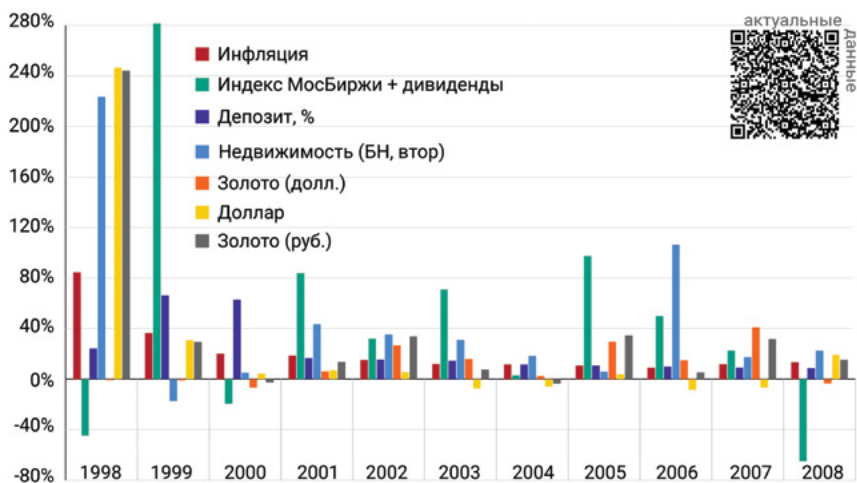
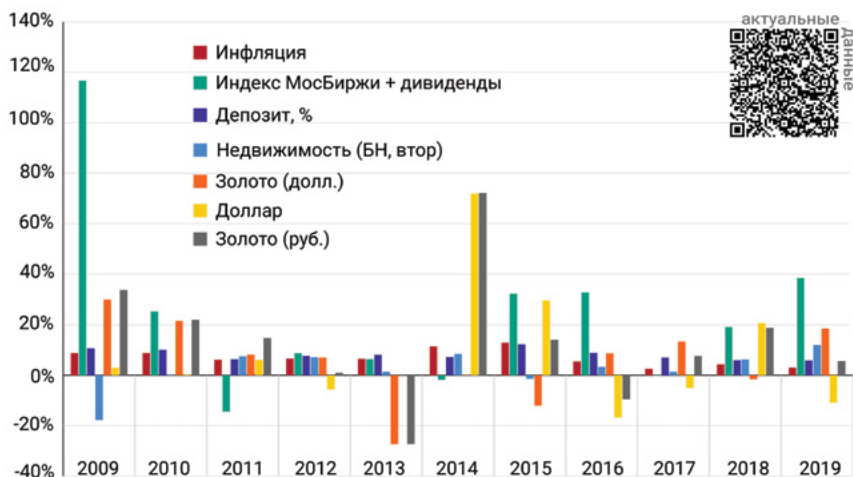


График 2. Процентные изменения за период с 2009 по 2019 г.



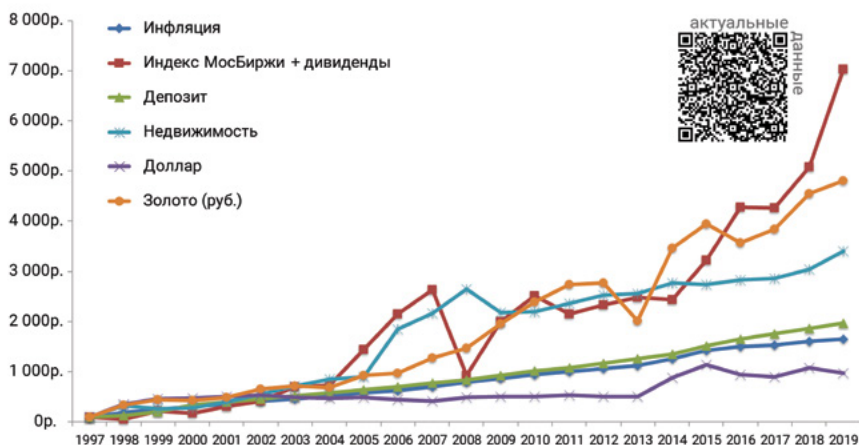
Из вышеприведенных данных можно сделать следующие выводы.

- Уровень депозитных ставок близок к темпам официальной инфляции.
- Фондовый рынок демонстрировал отрицательную динамику по итогам года 6 раз за исследуемый промежуток времени.
- Доллар резко дорожал относительно рубля в 1998, 1999, 2008, 2014, 2015 и 2018 годах.
- Золото (в долларовой оценке) демонстрировало значительные результаты роста стоимости в период с 2002 по 2010 г. В 2013 и 2015 годах происходили существенные снижения долларовых цен (-27% и -12% соответственно). В пересчете на рубли рост стоимости золота более внушительен, что связано с периодическим падением курса рубля (особенно в 2014-2015 годах).

Данные с конца 1997 года использованы по той причине, что ранее индекс МосБиржи (индекс ММВБ) не существовал, а он является важным показателем эффективности российского рынка акций. Конечно же, раньше рассчитывался индекс РТС, но тогда возникает проблема с тем, что bn.ru начал мониторинг цен на вторичном рынке жилья в Санкт-Петербурге только с января 1997 года. Учитывая эти моменты, было принято решение вести расчеты с конца 1997 года, используя значения индекса МосБиржи.

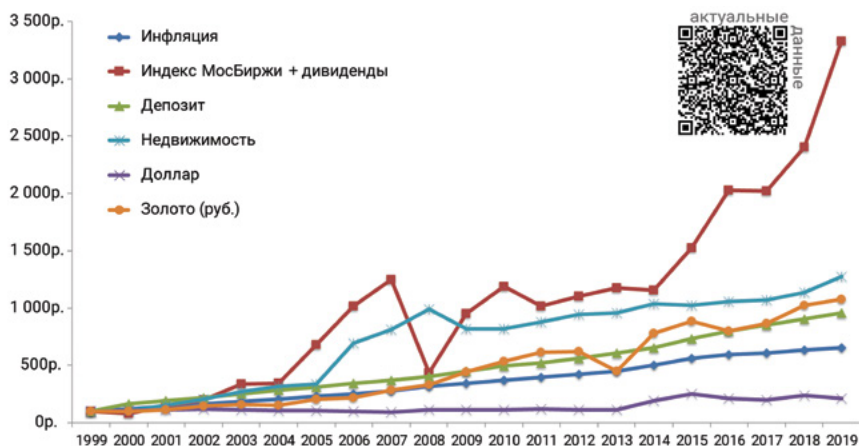
Далее рассмотрим динамику стоимости вложенных средств (предположим, что мы вложили 100 руб.) на двух отрезках времени с конца 1997 по конец 2019 года и с конца 1999 по конец 2019 года. Второй отрезок позволяет оценить эффективность инвестиций в период без аномальных значений процентных изменений по всем инструментам в 1998 году.

График 3. Вложили 100 руб. в конце 1997 года



На отрезке с конца 1997 по конец 2019 года наиболее выгодными продолжают оставаться вложения в акции (7 029 руб.) в значительной степени благодаря реинвестиции получаемых дивидендов. Вложения в золото в рублевой оценке (4 807 руб.) остаются на втором месте благодаря значительному росту котировок в период 2002—2007 гг. и девальвации национальной валюты в 1998 и особенно в 2014—2015 годах. Третье место последние пять лет сохраняется за вложениями в недвижимость (3 400 руб.).

График 4. Вложили 100 руб. в конце 1999 года



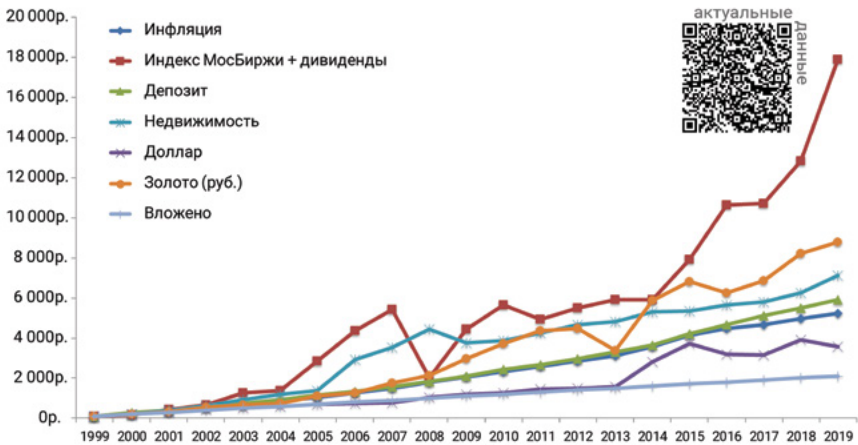
За период с конца 1999 по конец 2019 года наилучший результат на протяжении последних 11 лет демонстрируют вложения в акции (с учетом реинвестиции получаемых дивидендов) — 3 332 руб., а недвижимость занимает второе место

с результатом 1 272 руб. Золото в рублевой оценке сохранило третье место (1 079 руб.).

График 5. Динамика стоимости вложенных средств при ежегодном инвестировании, начиная с конца 1997 года



График 6. Динамика стоимости вложенных средств при ежегодном инвестировании, начиная с конца 1999 года



При регулярном инвестировании на первом рассматриваемом отрезке (с 1997 по 2019 год) лидером по итогам 2019 года продолжает оставаться вложения в акции (в значительной степени благодаря реинвестиции дивидендов), золото (в рублевом выражении) сохранило второе место, недвижимость уверенно закрепилась на третьей позиции. На втором отрезке (с 1999 по 2019 год)

ситуация аналогичная: вложения в акции также остаются на первом месте по итогам года, вложения в золото и недвижимость сохранили вторую и третью позиции соответственно.

Цифровые значения результатов инвестирования по состоянию на конец 2019 года представлены в следующей таблице.

Инструмент	Итоговый результат вложения 100 руб. в конце 1997 г. и среднегодовой прирост стоимости		Итоговый результат вложения 100 руб. в конце 1999 г. и среднегодовой прирост стоимости		Ежегодные вложения по 100 руб. с конца 1997 г. (вложено 2 300 руб.)	Ежегодные вложения по 100 руб. с конца 1999 г. (вложено 2 100 руб.)
Индекс МосБиржи + дивиденды	7 029 руб.	21,32 %	3 332 руб.	19,16 %	37 602 руб.	17 866 руб.
Депозит	1 973 руб.	14,52 %	956 руб.	11,95 %	9 480 руб.	5 919 руб.
Недвижимость	3 400 руб.	17,39 %	1 272 руб.	13,56 %	11 557 руб.	7 105 руб.
Золото	4 807 руб.	19,25 %	1 079 руб.	12,63 %	14 969 руб.	8 765 руб.

Представленные данные подтверждают выводы, сделанные в других материалах управляющей компании «АрсАгера».

- Акции в долгосрочном периоде приносят максимальную доходность.
- Инвестиции в недвижимость в долгосрочном периоде превосходят инфляцию. Результат вложений в недвижимость может быть значительно улучшен, если она генерирует доход от использования своим владельцам.
- Вложение денег в депозитные вклады может обеспечить уровень доходности, близкий к инфляции.
- Инвестиции в золото (руб.) могут быть выгоднее акций и недвижимости в определенные периоды (из-за резкого обесценения рубля в 1998 и 2014-2015 годах).
- При регулярном инвестировании наиболее волатильные активы дают наилучшие результаты.

Хотелось бы отметить, что из всех рассмотренных вариантов вложений только акции и недвижимость предполагают создание добавленной стоимости. Они генерируют прибыль владельцу, то есть дают возможность инвестору зарабатывать посредством владения активом. В случае акций это выражается в виде дивидендов, в случае недвижимости – в виде рентного дохода.

Давайте рассмотрим, каким именно образом дивидендная доходность по акциям скажется на расчетах при инвестировании 100 руб. в конце 1997 года в индекс МосБиржи.

На отрезке с конца 1997 по конец 2009 года мы оценили среднюю дивидендную доходность на уровне 2% в год. С 2009 по 2019 год для

определения дивидендной доходности мы использовали сравнение индекса МосБиржи и индекса MOEX Total Return (индекс полной доходности, отражающий изменение суммарной стоимости цен российских акций, включенных в расчет индекса МосБиржи, с учетом дивидендных выплат и без учета налогообложения доходов, полученных в виде дивидендов). Средняя дивидендная доходность в этот период составила 4,8%. Дивидендная доходность по итогам 2019 года составила рекордные 9,9%.

График 7. Динамика дивидендной доходности по индексу МосБиржи



Всего дивидендов было получено на сумму 1 953 руб. С учетом их реинвестирования в индекс МосБиржи стоимость вложений в конце 2019 года составила 7 029 руб. При этом стоимость вложений в индекс без реинвестирования дивидендов составила 3 560 руб. Таким образом, дивиденды улучшили результат прироста стоимости вложений на 97%.

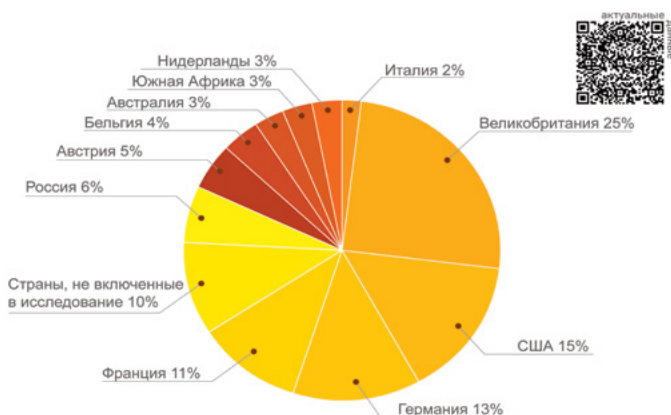
Представленные расчеты подтверждают эффективность инвестиций в активы, которые позволяют получать доход не только от прироста их стоимости, но и дополнительно генерируют прибыль своим владельцам.

3.8. Сравнительное исследование эффективности инвестиций в мире

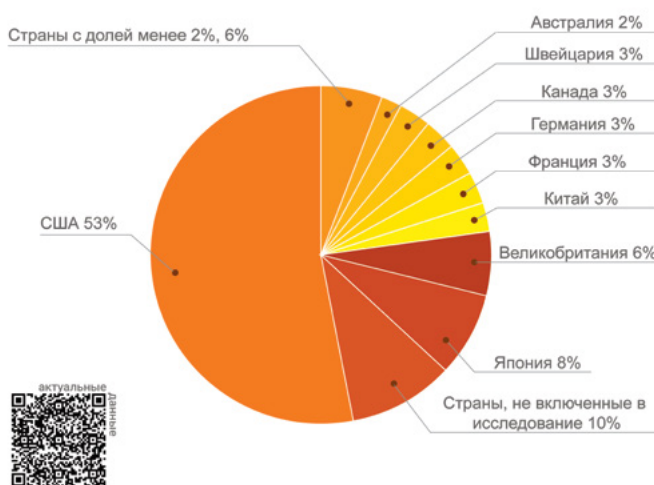
Данный материал подготовлен на основе Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2016/2018 – глобального исследования доходности инвестиций крупнейших фондовых рынков с 1899 года.

Исследование Credit Suisse является идейным продолжением книги Triumph of the Optimists (авт. Элрой Димсон, Майк Стонтон, Пол Марш), которая содержит сравнительный анализ эффективности инвестиций в основные инструменты – акции (Equities), долгосрочные облигации (Bonds) и краткосрочные облигации (Bills). Отметим, что результат вложений в краткосрочные облигации максимально близок к результату вложений в банковские депозиты.

Крупнейшие фондовые рынки по итогам 1899 года



Крупнейшие фондовые рынки по итогам 2018 года



Исследование охватывает страны, которые занимают почти 90% капитализации рынка акций (по итогам 2018 года).

Примечательно, что по итогам 1899 года Россия занимала 5-е место по капитализации фондового рынка в мире. США за это время увеличили свою долю с 15 до 53%.

Ежегодная доходность, реальная (в %)

Страна	Акции	Долгосрочные облигации	Краткосрочные облигации
Южная Африка	7,2	1,8	1,0
Австралия	6,8	1,7	0,7
США	6,4	2,0	0,8
Новая Зеландия	6,2	2,1	1,7
Швеция	5,9	2,7	1,8
Канада	5,7	2,2	1,5
Великобритания	5,5	1,8	1,0
Дания	5,4	3,3	2,1
Финляндия	5,4	0,3	-0,5
МИР	5,1	1,8	0,8
Голландия	5,0	1,8	0,6
Россия	4,8	4,5	-0,8
Ирландия	4,4	1,6	0,7
Швейцария	4,4	2,3	0,8
Норвегия	4,3	1,8	1,1
МИР (без США)	4,3	1,5	0,8
Япония	4,2	-0,8	-1,9
ЕВРОПА	4,2	1,1	0,8
Испания	3,6	1,8	0,3
Португалия	3,5	0,7	-1,1
Франция	3,3	0,3	-2,7
Германия	3,3	-1,3	-2,4
Бельгия	2,7	0,5	-0,3
Италия	2,0	-1,1	-3,5
Австрия	0,8	-3,7	-7,9
Китай	-2,9	2,3	0,4

В данной таблице представлены сводные данные по доходности инвестиций с учетом инфляции (так называемая «реальная доходность») и реинвестирования доходов. За 117 лет (1899—2016) наибольшую среднегодовую реальную доходность продемонстрировали рынки акций Южной Африки (7,2%), Австралии (6,8%) и США (6,4%). Вложения в долгосрочные и краткосрочные облигации были наиболее эффективны в Дании (3,3% и 2,1% соответственно), Канаде (2,2% и 1,5%), Швеции (2,7% и 1,8%) и Новой Зеландии (2,1% и 1,7%).

В 4 из 23 представленных стран реальная доходность вложений в долгосрочные долговые инструменты была отрицательной (а вложения в bills были отрицательны в 9 странах), то есть они не позволили сберечь средства от инфляции.

Наихудший результат наблюдался в тех странах, которые были в наибольшей степени втянуты в военные конфликты прошлого века (например, Германия, Италия и Япония).

К сожалению, после 2016 года в общедоступном исследовании Credit Suisse приводится информация только по рынкам нескольких стран, сводная информация по рынкам Европы и миру в целом.

Ежегодная доходность (реальная) за период с 1899 по 2018 год, (в %)

Страна	Акции	Долгосрочные облигации	Краткосрочные облигации
Европа	4,2	1,2	0,8
Япония	4,1	-0,8	-1,8
Китай*	4,2	2,3	0,5
Швейцария	4,4	2,3	0,7
Великобритания	5,4	1,8	1,0
США	6,4	1,9	0,8
МИР	5,0	1,9	0,8

* за период 1993-2018

В среднем по миру (с учетом взвешивания по капитализации фондовых рынков) реальная доходность рынка акций составила 5,0%, долгосрочных облигаций – 1,9%, краткосрочных облигаций – 0,8%. В Европе данные показатели несколько ниже.

Кажущиеся невысокими значения по среднегодовой доходности обманчивы, ведь исследование проводилось на очень длительном временном интервале. Накопленные абсолютные изменения могут становиться огромными за счет силы «сложного процента».

7,2% годовой реальной доходности в ЮАР означают, что покупательная способность 1 доллара, вложенного в начале 1900 года, к 2017 году выросла бы в 3 409 раз. В среднем по миру покупательная способность вложений в акции выросла в 336 раз, в долгосрочные облигации – в 7 раз, а в краткосрочные – в 1,5 раза.

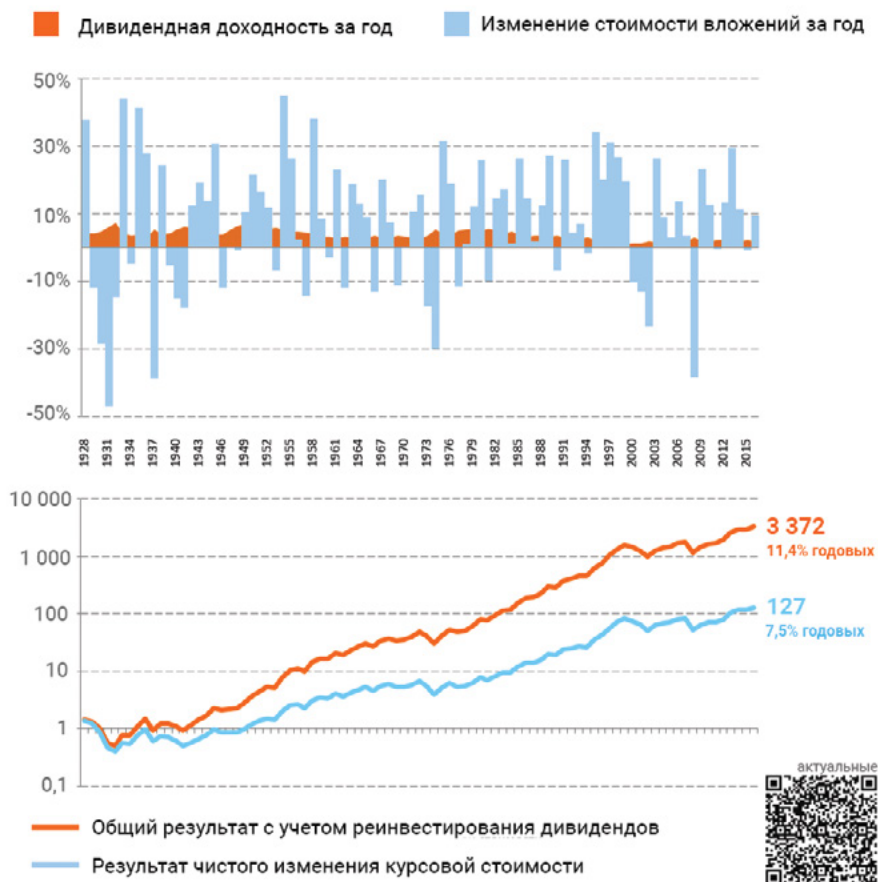
Реальный рост за 117 лет, (в %)

Страна	Акции	Долгосрчные облигации	Краткосрочные облигации
Южная Африка	340 928	706	220
Австралия	220 110	619	126
США	141 861	914	154
Новая Зеландия	113 812	1 038	619
Швеция	81 714	2 159	706
Канада	65 480	1 176	471
Великобритания	52 446	706	220
Дания	46 927	4 364	1 038
Финляндия	46 927	42	-44
МИР	33 591	706	154
Голландия	30 040	706	101
Ирландия	15 316	541	126
Швейцария	15 316	1 330	154
Норвегия	13 680	706	260
МИР (без США)	13 680	471	154
Япония	12 218	-61	-89
ЕВРОПА	12 218	260	154
Испания	6 167	706	42
Португалия	5 498	126	-73
Франция	4 364	42	-96
Германия	4 364	-78	-94
Бельгия	2 158	79	-30
Италия	914	-73	-98
Австрия	154	-99	-100
Китай	-97	1 330	60

Интересно, что несмотря на кажущуюся относительно невысокую дивидендную доходность вложений в акции, именно дивиденды и их реинвестирование позволяют существенно улучшать результат долгосрочного инвестирования.

На следующем графике видно, что 1 доллар, вложенный в акции в США в 1928 году, в 2017 году превратился бы в 127 долларов без реинвестирования дивидендов и в 3 372 долларов с реинвестированием дивидендов.

Дивиденды и общий результат



Выводы

- Глобальное исследование подтверждает тезис об эффективности долгосрочных вложений в акции. Безусловно, на рынке акций существуют спады (порой достаточно долгие), но тем не менее акции остаются наиболее доходным инструментом инвестиций и фактически единственным способом не только защитить сбережения от инфляции, но и преумножить их в долгосрочной перспективе.
- Дивиденды по акциям, при условии их реинвестирования, значительно улучшают общую эффективность инвестирования в акции.

Глава 4. Как начать инвестировать?

4.1. Как устроен фондовый рынок: что такое акции/облигации?

Покупка и продажа ценных бумаг обычно осуществляется на бирже через брокера. В этом процессе задействованы и другие участники: депозитари, расчетный (клиринговый) центр, регистраторы, регулятор и эмитенты ценных бумаг.

Термин «фондовый рынок» означает совокупность взаимоотношений всех участников в процессе обеспечения торговли акциями и облигациями. Каждый участник выполняет определенные функции, делая выпуск и обращение ценных бумаг технологичным и масштабным процессом. Чтобы разобраться в том, как устроен фондовый рынок, мы вначале рассмотрим, как происходит выпуск и обращение ценных бумаг, а затем расскажем о месте и роли каждого участника.

Ценные бумаги: акции и облигации

Слово «бумаги» сейчас уже не актуально. В российской практике акции и облигации обращаются в бездокументарной форме. Владелец получает выписку со счета, подтверждающую наличие/изменение определенного количества акций/облигаций той или иной компании. Уместна аналогия с банковским счетом, где выписка показывает количество безналичных рублей на счете.

Выпуск и обращение акций

Большая часть сделок с акциями – это их продажа от одного владельца другому. Как появляются акции у самого первого владельца? Акции появляются в момент создания акционерного общества. Основатели компании делают взносы в уставный капитал и взамен получают акции.

Новые акции могут появиться и у уже работающего бизнеса. Если предприятие нуждается в финансировании, оно может выпустить дополнительные акции (к уже имеющимся). Такой выпуск акций может быть продан неограниченному кругу лиц на бирже – этот процесс называется IPO (Initial Public Offering или первичное публичное предложение). Продажа акций в процессе создания акционерного общества, как и продажа акций в ходе дополнительного выпуска, называется первичной, потому что это продажа акций от самой компании первым владельцам. Первые владельцы акций могут продать их полностью или частично. Любая последующая продажа акций от одного владельца другому уже является вторичным обращением. Такие сделки не ведут к появлению новых акций и не влияют на размер уставного капитала.

В ходе выпуска и обращения акций у компании появляются и меняются владельцы. Количество акций, принадлежащих акционеру, определяет долю в капитале общества, поэтому выпуск акций еще называют долевым финансированием, а сами акции долевым финансовым инструментом.

Доход инвестора по акции возникает в результате роста курсовой стоимости акции и/или выплаты дивидендов. На выплату дивидендов компания может направить всю заработанную чистую прибыль или ее часть. (Более подробная информация об этом в материалах «От чего зависит курсовая стоимость акций?» и «Взаимосвязь экономики компаний и стоимости их акций».)

Выпуск и обращение облигаций

Финансирование акционерного общества может быть долевым (через выпуск акций) и долговым (от слова «долг»). Для финансирования своей деятельности компания может взять кредит у банка или выпустить облигации. Облигация – это ценная бумага, подтверждающая обязательство компании выплатить определенную сумму и начисленные проценты владельцу облигации. Выпустить облигации может только уже существующая компания. Как и в случае акций, первая продажа облигаций от компании называется первичным размещением. В этот момент компания получает деньги, а инвесторы – выпущенные облигации. В последующем владельцы облигаций могут продавать их новым владельцам без согласия компании. Это называется вторичным обращением облигаций.

Доход инвестора по облигации возникает в результате роста стоимости и/или выплаты купонного дохода (см. материал «Как инвестировать в облигации?»)

Вся история развития фондового рынка – это повышение удобства и технологичности первичного выпуска и последующего вторичного обращения ценных бумаг, это снижение транзакционных издержек (время, комиссии) для продавцов и покупателей ценных бумаг при привлечении и размещении капитала. Компании должны иметь возможность привлекать средства с помощью выпуска акций и облигаций, чтобы финансировать свою деятельность. Инвесторам должно быть удобно покупать и продавать ценные бумаги как инструменты сбережения и преумножения своего благосостояния, а также получать дивиденды по акциям и проценты по облигациям.

Акции и облигации являются ключевыми источниками финансирования для бизнеса и основными инструментами сбережения для инвесторов. Из всех видов собственности акции являются, пожалуй, самым главным, так как они закрепляют собственность на средства производства. Именно состояние и развитие средств производства определяют силу экономики, качество жизни общества, его конкурентоспособность и защищенность.

Выводы

- Компании выпускают акции и облигации для финансирования своей деятельности.
- Инвесторы приобретают акции и облигации как инструменты сбережения для получения дохода.
- Компании и инвесторы могут удобно и технологично совершать сделки с акциями и облигациями на фондовом рынке.

4.2. Как устроен фондовый рынок: операции с акциями и облигациями

Известно, что ценными бумагами и валютой торгуют на бирже, но не многие знают, что участие в торгах может принять любой желающий. Сделки на бирже проводятся через брокеров. Человеку, заинтересованному в проведении операции с акциями/облигациями, необходимо заключить договор на брокерское обслуживание.

Брокер – это организация (инвестиционная компания или банк), имеющая специальную лицензию на обслуживание клиентов при совершении сделок с ценными бумагами. Между биржей и брокером заключен договор, который обеспечивает клиентам брокера возможность совершать сделки на бирже. Многие банки также имеют брокерскую лицензию и могут оказывать брокерские услуги.

Заключение договора с брокером занимает примерно 15-20 минут и очень похоже на открытие счета в банке. Кстати, многие банки предлагают возможность открыть брокерский счет онлайн через приложение на смартфоне. Затем для покупки ценных бумаг на брокерский счет надо перевести деньги (со своего банковского счета) или внести их наличными в кассу брокера.

Следующим очень важным вопросом является выбор ценных бумаг для приобретения. Мы рассматриваем чисто техническую сторону совершения сделок, поэтому рекомендуем начать изучение темы выбора активов с наших материалов: «Кто выигрывает на фондовом рынке?» и «Индексный фонд. Выбор и смысл».

Для приобретения выбранной ценной бумаги подается заявка на покупку, в которой указывается желаемые цена и количество.

Сейчас практически все брокеры дают клиенту возможность проводить операции с ценными бумагами через Интернет. Для этого существуют разные программы, самая популярная – QUIK (WebQUIK). Некоторые брокеры предлагают собственные программы для проведения операций с ценными бумагами или приложения на смартфоне.

Альтернативный вариант – подать заявку на проведение сделки в бумажной форме лично в офисе брокера или по факсу. Некоторые брокеры принимают по телефону устные заявки (как правило, в этом случае используется кодовое слово, а сам разговор записывается). Однако данные способы уже считаются архаичными.

Несмотря на то, что проведение операций через Интернет интуитивно понятно, лучше пройти инструктаж у брокера, позволяющий лучше понять возможности программы/приложения. В процессе обучения важно помнить о предупреждениях, которые приведены в материале «Два испытания на пути инвестора».

Общий принцип всех приложений по совершению сделок через Интернет состоит в том, что для проведения операций с ценными бумагами из общего списка надо выбрать нужную и кликнуть по ней. В открывшемся окне (на биржевом сленге оно называется «стакан») можно увидеть уже выставленные заявки на покупку и продажу. Это может выглядеть примерно так:

Биржа:	МБ ФР	
Фин. инструмент:	Арсатера (ARSA.TQBR)	
Глубина:	5	
<i>Получить заявку</i>		
Торговый счет:	LD1-00000F00345340	
Валюта расчета:	RUB	
Количество (лот):	1	1 лот = 1000 шт.
Цена:	0	
	<input type="checkbox"/> по рыночной цене	
Итого:	0	
	<input type="button" value="Купить"/>	<input type="button" value="Продать"/>

Покупка	Цена	Продажа
	2,100	10
	2,095	9
	2,090	1
	2,070	1
	2,065	2
1	2,040	
7	2,035	
10	2,030	
9	2,025	
5	2,020	

Для ввода в торговую систему заявки на покупку надо заполнить поля «количество» и «цена». Если цена будет равна или выше цены предложения, сделка пройдет автоматически. Если цена будет ниже – заявка отразится в очереди заявок на покупку. Иначе говоря, можно согласиться с ценой продавца и провести сделку на его условиях или выставить свое предложение и подождать продавца, который согласится на вашу цену. Еще один вариант – подать заявку «по рыночной цене». В этом случае нужное вам количество бумаг будет автоматически приобретено по лучшим ценам предложения.

По итогам сделки с денежного счета будет списана сумма, необходимая для покупки, а на брокерский счет зачислены купленные ценные бумаги. Та часть брокерского счета, где учитываются приобретенные акции, называется счет «депо» (подразделение брокера, отвечающее за учет ценных бумаг, называется депозитарием, а сам учет ценных бумаг – депозитарным учетом).

При продаже ранее купленных акций порядок действий аналогичный – выставляется заявка на продажу с указанием цены и количества. По итогам сделки со счета депо списываются акции, а вырученная сумма зачисляется на денежный счет. Сделки с облигациями проводятся аналогично. Отметим, что в сумму сделки с облигациями включается накопленный купонный доход (НКД).

Сумма покупки автоматически увеличивается (а сумма, вырученная от продажи, уменьшается) на размер комиссии брокера и биржи. Размер этих

комиссий невелик. Обычно это десятые доли процента от суммы сделки. Плата за перевод денег на брокерский счет с банковского может быть значительно выше, чем комиссия за операцию с ценными бумагами на бирже (на такую же сумму).

Брокеры заинтересованы в увеличении числа сделок, так как это увеличивает получаемое ими вознаграждение. Чтобы защититься от маркетинговых приемов брокеров, читайте «На кого работает «технический анализ»?», «Кто выигрывает на «плечах» и «шортах»?».

В интернет-программе вы видите ход торгов (изменение цен) в режиме реального времени по всем интересующим вас бумагам. По итогам торгового дня биржа публикует результаты торгов: цены открытия, закрытия, минимальную, максимальную, средневзвешенную, оборот и прочее.

Информация о состоянии портфеля (список бумаг, их количество и текущая стоимость) и отчеты по совершенным сделкам могут предоставляться брокером по электронной почте, через личный кабинет на сайте или в торговой программе/приложении. По запросу можно получить отчет в бумажном виде.

Возврат денег с брокерского счета осуществляется на основании поручения, которое тоже можно подать через Интернет, или другими способами. При выводе денег (а также по итогам календарного года) брокер, как налоговый агент, рассчитывает и удерживает причитающийся к уплате налог на доходы физических лиц (НДФЛ). По итогам календарного года брокер готовит и предоставляет своим клиентам справку по форме 2-НДФЛ для подачи в налоговую инспекцию.

Сейчас многие брокеры работают над тем, чтобы упростить доступ к совершению сделок с ценными бумагами. Возможно дистанционное заключение договора, использование электронной подписи, проведение операций со смартфона, использование торговых приложений и пр.

Большинство банков также предоставляют брокерские услуги. Выбор привычного вам банка в качестве брокера может уменьшить комиссию за перевод денег и ускорить проведение платежей.

Выводы

- Приобретение ценных бумаг на бирже доступно каждому. Стартовые суммы инвестиций могут быть небольшими (от нескольких десятков тысяч рублей).
- Проведение операций с ценными бумагами технически не сложно и может осуществляться через Интернет и со смартфона.
- Для проведения операций с ценными бумагами необходимо открыть брокерский счет, заключив договор с брокером.
- Простота и доступность операций не отменяет проблему выбора ценных бумаг для приобретения.

4.3. Два испытания на пути инвестора

Первое: осознание

Понять необходимость инвестирования как основного элемента заботы о будущем несложно. Инструментарий не слишком широк – депозиты, недвижимость, акции. Самый сложный инструмент для понимания, а затем осуществления инвестиций – акции. По статистике, акции – наиболее доходный инструмент в долгосрочном периоде и именно поэтому он и самый неудобный, в отличие от депозита, например. Об экономической природе акций и причинах доходности в долгосрочных периодах мы говорили не раз.

Второе: осуществление

Люди, которые приняли решение о вложениях в акции посредством ПИФов, неизбежно сталкиваются с двумя посредниками: либо с банком, либо с брокером. Со стороны каждого из них (в том или ином виде) будет оказываться информационное давление на инвестора с целью изменить его решение.

Банки

Часто приходится слышать жалобы наших коллег из управляющих компаний на то, что банки плохо умеют продавать паи ПИФов, ничего толком не могут объяснить клиентам. Конечно, есть банки, у которых это получается чуть лучше, но в целом предложение ПИФов сильно противоречит их интересам. Маржинальный доход, который получает Банк, составляет около 5% (разница между кредитными и депозитными ставками).

В случае с ПИФаами банк может единоразово получить надбавку (скидку) при приобретении (погашении), а также часть комиссии за управление. Все вместе это вряд ли превысит 1,5-2%. Поэтому особого энтузиазма при продаже ПИФов от банков ожидать не приходится. Даже ПИФы своих дочерних управляющих компаний они продают крайне неохотно.

Реальный случай, который произошел в одном из офисов второго по размеру российского банка: на вопрос о ПИФах сотрудница долго объясняла, что депозиты надежнее, а ПИФы могут упасть, и там нет никаких гарантий доходности. Это, кстати, наиболее убедительный аргумент для людей с низким уровнем финансовой грамотности. После настойчивой просьбы предоставить информацию о ПИФах она без энтузиазма дала буклетик о ПИФах, которыми управляет дочерняя компания этого банка. На вопрос о других ПИФах, сотрудница банка с удивлением спросила: «А чем Вам эти не нравятся?». В конечном итоге она подтвердила, что через них можно купить ПИФы и других компаний, но «пришлось попотеть», прежде чем она в этом призналась.

Не в интересах сотрудников банков (хотя часто они и не знают об этом) объяснять, почему в долгосрочной перспективе акции могут принести более высокую доходность, чем банковские депозиты.

Топ-менеджер одного из банков откровенно сказал, что знает «примерно 400 сравнительно честных способов» отговорить клиента от идеи инвестирования в акции.

Единственная причина, побуждающая банки предлагать клиентам ПИФы, – это страх того, что клиент воспользуется этой услугой в другом месте и банк вообще не получит никакого вознаграждения, но для этого клиент должен быть уверенным и последовательным в реализации своего решения.

Брокеры

Брокеры, которые выполняют агентские функции по ПИФам, имеют другой конфликт интересов. По экспертным оценкам доход от брокерской комиссии и других дополнительных услуг составляет 5-10% в год от объема средств клиентов. Этот доход тем выше, чем чаще клиент совершает сделки. Поэтому так активно пропагандируются курсы по обучению дейтрейдингу, скальпингу, алгоритмической торговле и техническому анализу. Для тех же целей служит конкурс «Лучший частный инвестор». Главный аргумент: среднестатистическая доходность рынка акций на уровне 10-15% – это «безумно мало» и «хороший трейдер должен получать минимум 100% годовых!» Фактически на курсах по обучению трейдингу учат тому, как увеличивать комиссию брокера.

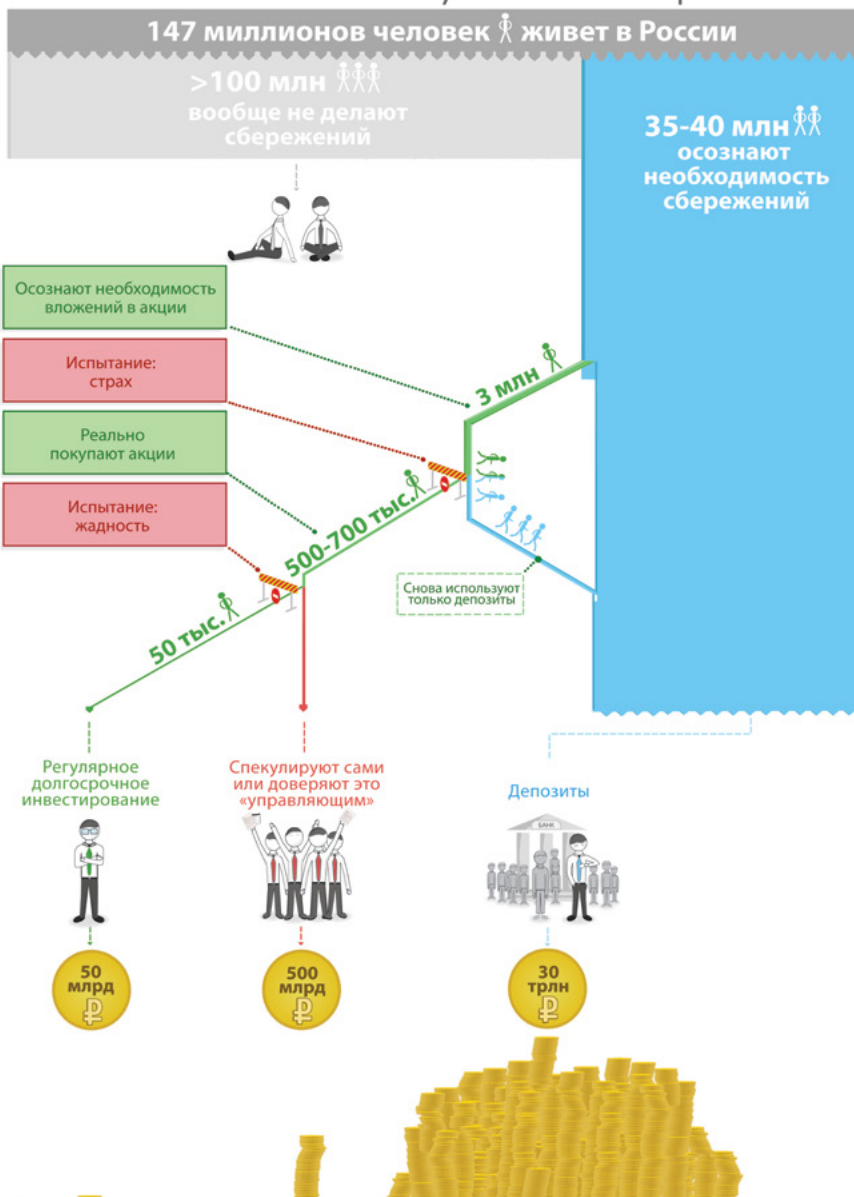
Один из топ-менеджеров брокерской компании (входящей в топ-5) жаловался в частной беседе, что хорошие клиенты все «сгинули в кризисе». В то же время, он упомянул, что приходится много работать, клиенты пошли, что даже время работы офиса пришлось продлить. На замечание о том, что это противоречивые утверждения, он сказал о последних: «Да разве ж это хорошие клиенты – пришли, купили на 5-10 млн руб. и сидят ничего не делают». А брокерские комиссии очень низкие и дают хороший эффект только при частых операциях.

Нелепо ожидать, что брокеры будут активно предлагать клиентам ПИФы (как агенты) или продвигать идею покупки ETF (от англ. exchange traded funds) – ПИФов, которые можно покупать на бирже. Это точно также, как и в случае с банками, противоречит их коммерческим интересам. Как и банки, они будут вести эту деятельность только из страха, что клиент уйдет к конкурентам. Для справки: комиссии ПИФов за управление находятся на уровне 1-3% в год от объема средств клиентов, брокеры стремятся получить 5-7%.

Выводы

- Сложно, но необходимо осознать важность инвестиций в акции.
- Инвестировать в акции можно посредством приобретения паев ПИФа.
- На пути реализации задуманного встретятся советники с конфликтом интересов. Дух инвестора подвергается испытаниям: банки давят на страх, пользуясь неинформированностью, а брокеры, играя на алчности и самонадеянности, норовят втянуть клиента в игру на колебаниях. Но если вы настойчивы и последовательны, то получите желаемое.

Испытания на пути инвесторов



В развитых странах примерно 70-80% населения имеют сбережения, при этом 60-70% населения имеют вложения на фондовом рынке, а объем вложений в акции примерно равен объему банковских вкладов.

Данные представлены по оценкам на начало 2020 года

4.4. Человек и риски

Финансовые риски человека, как частного лица, можно разделить на две основные группы.

Первая группа финансовых рисков связана с потерей регулярного заработка. Эта ситуация может быть как краткосрочной (потеря работы, болезнь, несчастный случай), так и долгосрочной (потеря трудоспособности, выход на пенсию).

Для защиты от рисков первой группы предусмотрены различные варианты. На случай болезней, несчастных случаев и потери трудоспособности существуют страховые продукты, защищающие жизнь и здоровье. От рисков, связанных с потерей работы или выходом на пенсию, защищают сбережения.

Вторая группа финансовых рисков связана с практикой осуществления сбережений.

Мы рекомендуем использовать производительные активы для сбережений – акции и депозиты (или облигации).

Форекс, срочный рынок, спекуляции на бирже – это не сбережения, это сомнительное занятие, процент успеха в котором ниже вероятности выиграть в казино.

Депозиты и облигации – очень стабильный, простой и комфортный способ сбережения, но в долгосрочной перспективе они, по статистике, обеспечивают результат на уровне инфляции. Поэтому депозиты хорошо подходят для краткосрочных сбережений, но не подходят для долгосрочных.

Акции, наоборот, подвержены колебаниям стоимости, но в долгосрочной перспективе именно вложения в акции могут обеспечить превосходство над инфляцией, а соответственно, приумножить вложения в реальном выражении. Поэтому акции хорошо подходят для долгосрочных сбережений, но не подходят для краткосрочных.

Как защититься от риска неправильного использования «правильных» финансовых инструментов?

Соблазнительная стабильность депозитов ведет к тому, что порой люди более 10 лет держат свои накопления на депозитах, постоянно продлевая договоры по ним. В итоге, покупательная способность средств на таких депозитах не сильно меняется под воздействием инфляции.

Использование акций для достижения краткосрочных целей создает риск того, что из-за колебания стоимости акций их придется в экстренном случае продавать с убытком или отложить важную покупку на длительный срок.

Сформулируем основные требования к структуре и объему сбережений:

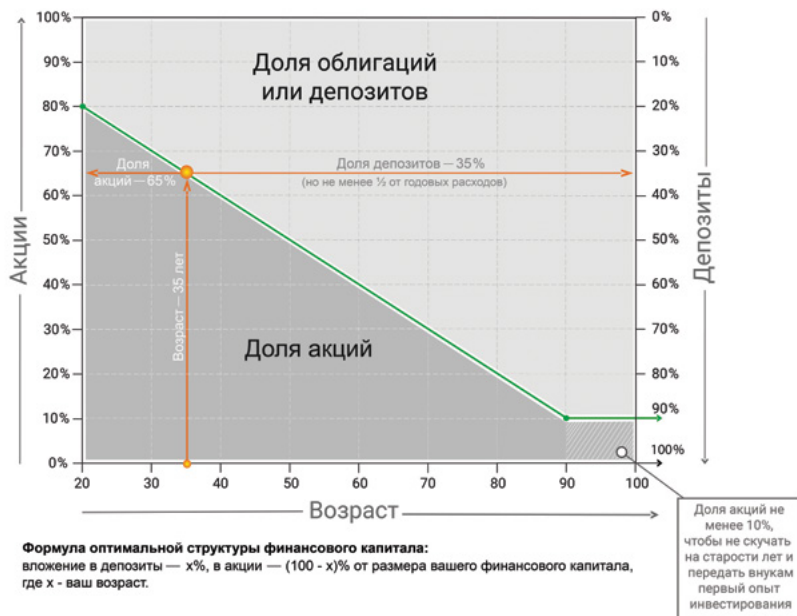
- их должно хватить на весь период пенсии (исходя из планируемого уровня потребления и среднего времени дожития);

- их покупательная способность должна сохраняться;
- нужно иметь возможность не продавать акции в моменты неблагоприятного изменения их стоимости;
- должен существовать резерв на случай краткосрочной потери регулярного дохода.

Чтобы выполнить все эти требования и условия, можно придерживаться простой стратегии, которую уже много лет успешно использует огромное число людей в развитых странах.

1. Выберите нужную людям профессию и постоянно повышайте свой профессиональный уровень – это обеспечит достойный и стабильный заработок на протяжении экономически активного периода жизни.
2. Ежемесячно направляйте на сбережения не менее 10-15% от своего текущего заработка – это должно обеспечить необходимый объем сбережений. Если вы не планируете «удачно» попасть под машину в расцвете сил, то сбережения, сделанные в течение года обычной жизни, будут обеспечивать вас 1 год на пенсии.
3. Создайте финансовый резерв («подушку безопасности») на случай потери регулярного заработка, обеспечивающий как минимум $\frac{1}{2}$ вашего годового потребления. Финансовый резерв нужно держать в наличном виде или на краткосрочном депозите.

Оптимальная структура финансового капитала



4. Держите на банковских депозитах $X\%$, а в акциях $(100 - X)\%$ от размера своего финансового капитала, где X – ваш возраст. Такая структура защитит ваши сбережения в молодости от потери покупательной способности из-за инфляции, а в старости снизит зависимость от колебаний стоимости акций. Для вложения в акции можете использовать инструменты коллективных инвестиций.
5. Используйте страхование жизни и здоровья, особенно если от вашей трудоспособности зависят другие люди.

Страх временного снижения стоимости

Когда человек покупает акции (напрямую или при помощи инструментов коллективных инвестиций), отрицательная переоценка стоимости пакета акций из-за постоянных колебаний стоимости может вызывать беспокойство и страх.



Страх и риск – это не одно и то же. Из-за страха посетить зубного врача возникает риск потери зуба и здоровья. Из-за страха снижения стоимости акций (как правило, временного) возникает риск потери покупательной способности сбережений из-за инфляции. Колебания стоимости акций могут нанести вред только при определенном поведении, если вы:

- пытаетесь на них играть (пытаясь купить акции на «дне» и продать на «пике»);
- поддаетесь панике и продаете акции по невыгодным ценам;
- используете акции для краткосрочных сбережений;
- не соблюдаете соответствие структуры своих вложений возрасту, уровню расходов и доходов, финансовым целям.

Более того, снижение стоимости акций может быть даже благоприятным событием для того инвестора, который только начал формировать свой инвестиционный капитал. Например, если человек регулярно покупает акции на 10% своего заработка, то в периоды снижения на ту же сумму он может приобрести большее количество акций.

Риск игромании

Люди, использующие финансовые инструменты для осуществления вложений, неправильно понимая их назначение и смысл, могут попытаться начать игру на колебаниях или использовать псевдоинвестиционные инструменты: Форекс, срочный рынок, алгоритмическую торговлю и т.п. Иногда доходит до того, что люди бросают основную работу ради трейдинг-гэмблинга. Создается впечатление, что игра на колебаниях является неотъемлемой частью осуществления сбережений, но это не так.



Бомжи выглядят ужасно. Нормальный человек не хочет стать бомжем и не станет, если соблюдает определенные жизненные правила. Столь же пугающе выглядят трейдеры с игровой зависимостью. Нормальный человек не приобретет игровую зависимость, если будет придерживаться простых

правил и использовать фондовый рынок по назначению, а не для игры.

Трейдеры-игроманы, которые бросают основную работу ради «работы» на рынке (а на самом деле ради игры), поступают особенно недальновидно. Они лишаются регулярного заработка, прекращают регулярное инвестирование, используют инструменты сбережения не по назначению, лишаются сбережений, проигрывают свои деньги и деньги родных и друзей.

Нереальный риск-менеджмент

Риски банка, инвестиционной компании, промышленного предприятия и частного лица имеют разную природу. Например, один из основных рисков для банка – это потеря доверия вкладчиков, которая может привести к тому, что все одновременно захотят забрать свои вклады. Но разве может возникнуть такая ситуация у обычного человека?

Однако методы и технологии риск-менеджмента, применяемые банками и инвестиционными компаниями, перекочевали в сферу частного трейдинга, где пустили корни и сформировались в качестве самостоятельной псевдонауки – мани-менеджмент (от англ. money-management), или, коротко, ММ.

ММ тесно связан с техническим анализом, изучающим закономерности, якобы присутствующие в графиках цен. Основные понятия и инструменты ММ: стоп-лоссы, тейк-профиты, тайминг, или правила открытия и (частичного) закрытия позиций, правила использования «шортов» и «плечей».

ММ выглядит очень наукообразно и создает опасную иллюзию системы безопасности и управления рисками. Может даже показаться, что люди, обучающие вас ММ, заботятся о сохранении вашего капитала. На деле ММ не защищает от реальных рисков, а гарантированно ведет к увеличению количества сделок и росту объема комиссий, выплачиваемых брокерам и бирже.

Для тех, кто все же увлекся активными спекуляциями, покажем абсурдность ММ на примере казино. Если на рулетке поставить все на красное, то с вероятностью 48,65% (18/37) можно удвоить сумму вложений. Не такая уж плохая вероятность, однако, если вы выиграете, но продолжите делать такие ставки, то достаточно быстро все проиграете. Для казино гораздо интереснее клиент, который делает много небольших ставок, а не одну крупную.

Если применить ММ к игре на рулетке, то процесс потери игровых денег будет просто растянут во времени, так как шансы выиграть за счет ММ не увеличиваются. В какой-то момент может даже показаться, что вы начали стабильно зарабатывать. По факту вы будете более стабильно двигаться к проигрышу. Это будет происходить не так заметно, а отдельные случайные выигрыши будут даже создавать иллюзию заработка и системы.

Тем не менее, чем больше небольших ставок вы делаете, тем стабильнее теория вероятностей будет работать против вас, потому что казино

зарабатывает $1/37$ от оборота.

На фондовом рынке вы платите комиссию от оборота каждый раз, когда проводите сделку, а ММ ведет к увеличению количества сделок. Использование инструментов ММ может привести к потерям, даже несмотря на положительное математическое ожидание рынка акций. На рынках с отрицательным математическим ожиданием (Форекс, срочный рынок, казино) использование ММ гарантированно ведет к потерям.

Выводы

- Реальные финансовые риски человека связаны со стабильностью зарплаты, обеспечением нормального уровня жизни в старости и правильным использованием для этого финансовых инструментов.
- Страхи и риски – не одно и то же. Страх использовать акции ведет к потере покупательной способности сбережений в долгосрочной перспективе.
- Трейдеры и спекулянты живут в своей «матрице» рисков и иллюзий. Их система мани-менеджмента не защищает от реальных рисков, а создает мнимую иллюзию безопасности и обеспечивает стабильную уплату биржевых и брокерских комиссий.



Видеоматериал по теме на канале «Арсагера» в YouTube: «Лекция 10. Структура портфеля. Диверсификация. Риск-менеджмент».

4.5. Советы по инвестированию от УК Арсагера

Посетители нашего сайта, которые уже осознали необходимость инвестирования, часто задают вопросы: «Как мне лучше использовать инвестиционные продукты?», «Какой ПИФ выбрать?», «Может быть, имеет смысл составить портфель ПИФов?», «Что лучше – ПИФ или ИДУ?». На нашем сайте по каждому продукту представлена подробная информация о параметрах, структуре активов, результатах, а также о том, как проводить операции. Но это скорее техническая информация. В этом материале на примере наших знакомых, сотрудников и топ-менеджеров мы дадим несколько практических советов, которые помогут вам принять решение о том, как использовать эти возможности.

Срок инвестирования



У нас часто спрашивают: «В течение какого срока лучше осуществлять инвестиции?» Инвестиции – это процесс, который имеет смысл осуществлять на протяжении всей жизни. Но! Инвестиции – это и то, что будет вас поддерживать на протяжении всей жизни. Несерьезно считать инвестициями банковский депозит на полгода или даже на год, который вы сделали,

накапливая на крупную покупку. Инвестиции – это схема (план), которые вы должны для себя выбрать и стараться придерживаться его на протяжении своей жизни. По мере взросления или изменения жизненных обстоятельств план необходимо корректировать. Как это сделать?

Возраст и способность зарабатывать

Выбор подхода к инвестированию каждого конкретного человека очень сильно зависит от его индивидуальных «характеристик», главными из которых являются возраст и качество человеческого капитала. Человеческий капитал – это способность трудиться и зарабатывать, размер зарабатываемых доходов, их стабильность, периодичность получения.

Две эти характеристики – возраст и способность трудиться – сильно взаимосвязаны. Как правило, в молодости человек приобретает знания и профессионализм. По мере взросления способность зарабатывать увеличивается, и к 30-45 годам человек выходит на пик своей профессиональной формы. Потом его знания начинают устаревать, да и с возрастом сил трудиться становится все меньше.

Норма сбережения (Наташа Ч.)

Еще одна характеристика, от которой зависит ваш план инвестирования, – это норма сбережения.

Заставить себя отказаться от потребления – это, пожалуй, самый сложный элемент инвестиционного процесса. Всегда находятся расходы или обстоятельства, «от которых никуда не деться». Во время кризиса 2008 года мы в УК Арсагера были вынуждены сократить заработную плату всех сотрудников на 30%. Это было очень болезненное решение. Но через 3-4 месяца люди обнаружили, что, снизив привычное качество жизни, они укладываются в новые рамки.

Как-то раз наша сотрудница Наташа Ч., получив очередной «квиток» из бухгалтерии о перечислении денег, с досадой произнесла: «Почему раньше, когда я получала на 42% (!) больше, чем сейчас, я не откладывала хотя бы 20% от тех своих доходов? Насколько легче мне было бы сейчас!»

Незапланированные доходы (Карлен С.)

Все-таки надо честно признать, что для большинства людей сложно регулярно откладывать на сбережения часть средств даже при большой зарплате. Но есть и другой путь. Многим людям помимо зарплаты платят премию, бонусы. Все на протяжении жизни сталкивались с поступлением незапланированных доходов.

Такую ситуацию описал наш сотрудник Карлен С.: «После окончания института я работал и жил с родителями, однако даже наш суммарный доход не позволял и помышлять о приобретении квартиры. Однажды мой отец получил большую (на тот момент) премию за закрытые проекты. Встал

вопрос – что делать с деньгами? Несмотря на опасения, мы решили взять ипотечный кредит, а эти деньги использовать как первый взнос.

Решение оказалось весьма успешным, так как с того момента (2006 год) квартиры в Санкт-Петербурге подорожали вдвое и цена за квадратный метр с тех пор больше никогда не опускалась до того уровня. Спустя пять лет мой ежемесячный платеж за квартиру стал сравним с ежемесячным платежом за машину средней цены, а может и ниже. Я уверен, что если бы эти деньги остались дома, то их просто бы съела инфляция или они потихоньку растратились по мелочам на бытовые нужды».

Согласитесь, знакомая ситуация. Если вы привыкли к стабильному заработку, то любые незапланированные поступления – это отличная возможность начать инвестировать или пополнить свой инвестиционный капитал.

Молодость – фантастический ресурс (Алексей А.)

В молодости люди обладают фантастическим ресурсом. Этот ресурс – время. Чем раньше человек начнет регулярное инвестирование, тем раньше может начаться увеличение уровня его благосостояния. В силу вступает эффект сложного процента, о котором еще Эйнштейн сказал, что «это самая могущественная сила во Вселенной».

Вложения в акции принято считать рискованными, потому что стоимость акций подвержена колебаниям. Заранее никогда не знаешь, сколько будут стоить акции. Вложения в депозит наоборот принято считать надежными и стабильными. Для временных интервалов в несколько лет это вполне справедливо. Но, как показывает статистика, за 15-20 лет вложения в акции значительно обгоняют вложения в банковский депозит.

Если вам 20-25 лет, начинайте инвестировать небольшие суммы, хотя бы по 1 000 руб. в месяц, и выбирайте продукты с максимальной мерой риска и максимальным долгосрочным потенциалом, например, фонды акций.

Когда заместитель Председателя Правления УК Арсагера Алексей А. проводит лекции для студентов вузов, он обычно произносит фразу: «Если бы ко мне в молодости пришел человек и объяснил, что не страшно покупать акции, что надо просто составить диверсифицированный портфель и не заниматься спекуляциями, то я был бы раз в пять-десять богаче, чем сейчас! Хотя я совсем не жалею о уровне своего благосостояния =)»

1 000 рублей – это не та сумма, которая в молодости позволит вам почувствовать себя намного богаче, но, возможно, то, во что превратится эта тысяча рублей через десять-двадцать лет, позволит сносно существовать в течение месяца.

Срочность вложений или горизонт инвестирования (Алексей М.)

На наш взгляд, такие наши фонды как «Арсагера – акции 6.4» и «Арсагера – фонд акций» лучше всего подходят для долгосрочного увеличения

благополучия. И не только молодым людям. Если вы смогли определить, какая сумма вам, скорее всего не понадобится в ближайшие 3-5 лет и более, ее смело можно вложить в один из этих фондов или сразу в оба. Пропорцию выберите сами в зависимости от вероятности наступления экстренной ситуации.

Если вы считаете, что деньги вам не понадобятся ближайшие год-два, лучше подойдет «Арсатера – фонд облигаций КР 1.55».

Не стоит пытаться (как наш бывший сотрудник Алексей М.) рассчитаться по кредитам, используя вложения в акции. При неудачном стечении обстоятельств можно только ухудшить свою ситуацию. Когда вы берете кредит, необходимо рассчитывать, что погасить его вы сможете, в первую очередь благодаря своей способности трудиться.

Стабильность дохода (Руслан М.)

По нашему мнению, люди, имеющие стабильный доход (независимо от его размера), «просто обязаны» иметь высокий аппетит к риску и вкладывать деньги в фонды акций! Для людей с низким, но стабильным доходом, это, пожалуй, единственный способ изменить свое текущее положение. А люди с высоким доходом не сильно зависят от своих сбережений, поэтому тоже могут себе это позволить.

Люди, не имеющие стабильного дохода (опять же независимо от его размера), должны иметь низкий аппетит к риску и выбирать вложения, которые обеспечивают более высокую стабильность: фонд смешанных инвестиций и, возможно, банковский депозит.

Наш бывший сотрудник Руслан М., проводивший исследования по теме «человеческого капитала» и западной культуры инвестирования, сделал любопытное наблюдение, которое его даже немного расстроило. Возможность делать регулярные инвестиции зависит от стабильности заработка. Особенно выигрывают при этом те профессии, где заработок не зависит от финансовых кризисов, так как именно в эти периоды инвестиции дают максимальный эффект. Но у людей, занятых в финансовой отрасли, именно в эти периоды происходит сокращение доходов. Поэтому при регулярном инвестировании лучше не работать финансистом!

Страх

Если риски для нас непонятны, если уровень неопределенности высокий, то мы автоматически присваиваем таким обстоятельствам максимальный уровень тревожности. Это свойство человеческой психики. Многие люди боятся владеть акциями, так как не понимают, что это такое. Не понимают, что за акциями стоит труд людей, которые каждый день выполняют свою работу вне зависимости от того, что происходит с котировками. Конечно, одни компании ведут свой бизнес более эффективно, а другие — менее. Задача управляющей компании сравнивать их между собой и выбирать лучшие.

Чаще всего люди приходят на фондовый рынок, движимые жадностью, услышав о том, что кто-то уже хорошо заработал. Они покупают акции в моменты, когда те уже стоят очень дорого. Потом наступает очередной кризис, люди внимательно смотрят, слушают и читают разные деловые СМИ, где так называемые «эксперты», пугают их тем, что они могут потерять все деньги.

Движимые страхом, люди продают купленные ранее акции с большими убытками и навсегда теряют интерес к инвестициям, закрывая себе путь к финансовому благополучию. Хотя именно в кризис можно сделать самые интересные вложения в акции.

Наш Председатель Правления любит повторять: «Я смог заработать неплохие деньги на акциях не потому, что такой умный! А потому, что другие люди вели себя глупо».

Колоссальное снижение стоимости акций в 2008 году – это не только характеристика паники, это еще характеристика глупости. Люди продавали с огромными убытками активы, не отдавая себе отчет в том, какой ценностью они обладают.

Особую досаду испытывают люди, продавшие акции в момент кризиса, когда потом, уже со стороны, видят, как цены акций восстанавливаются и показывают новые максимумы. Поэтому когда акции падают, можно, конечно, расстраиваться, что уменьшается денежная оценка вашего благосостояния. Но лучше радоваться тому, что в этот момент можно сделать особо удачные вложения!

Регулярность (неизвестный, но уже легендарный инвестор)

Практика показывает, что никто не может предугадывать, когда будет очередной минимум цен, чтобы сделать особо удачные вложения. Поэтому единственный способ не пропустить этот момент – делать вложения регулярно. И нет ничего страшного, что при регулярном инвестировании определенная часть вложений неизбежно придется на периоды, когда акции стоят дорого.

Человек каждый месяц, начиная с августа 1997 года, покупал акции Газпрома на 1 тыс. руб. В августе 2019 года, несмотря на три кризиса, стоимость накопленного им пакета акций Газпрома составляла около 3,35 млн руб. При этом человек потратил на покупку 268 тыс. руб., а в виде дивидендов получил 1 185 тыс. руб.

Акции Газпрома – далеко не самые выдающиеся на российском рынке – это средний результат. Показатели инвестирования в акции Норильского никеля или Сбербанк гораздо лучше. Единственная ошибка этого человека – низкая диверсификация вложений.

Регулярность инвестирования органично сочетается со способностью человека зарабатывать своим трудом. Большинство людей получает зарплату регулярно. Это дает возможность регулярно делать инвестиции.

Самонадеянность (Андрей Ц.)

Это обратная сторона «страха». После близкого знакомства с инвестициями на рынке акций может возникнуть другой эффект. Люди не просто перестают бояться таких вложений, они, наоборот, теряют осмотрительность. Нельзя, как один наш знакомый (Андрей Ц.), вкладывать деньги в акции на два-три месяца, рассчитывая на то, что по техническому анализу они «должны» вырасти на 10%.

Выводы

- Подход к инвестированию, в первую очередь, зависит от ваших личных «характеристик»: возраста, стабильности и размера дохода, размера сбережений, которые вы готовы делать, и горизонта инвестирования.
- В молодости не нужно бояться колебаний, необходимо выбирать для инвестирования инструменты с максимальным потенциалом.
- Уровень риска (амплитуда возможных колебаний стоимости вложений), который вам следует выбрать, зависит от горизонта инвестирования. Чем он больше, тем более высокое сочетание риск – доходность вы можете выбрать.
- Вы можете управлять мерой риска, сочетая в своем портфеле фонды с разной мерой риска и банковские депозиты.
- Осуществляйте регулярные инвестиции и не поддавайтесь общей панике. Помните, что самые выгодные вложения можно сделать в период кризиса.
- На наш взгляд, для долгосрочных накоплений лучше всего подходят акции, а банковские депозиты хороши для краткосрочных вложений.
- Помните о необходимости диверсификации и не гонитесь за статусностью продукта.

4.6. Велосипед для фондового рынка уже изобретен

Интервью Алексея Астапова журналу «Наши деньги» (август 2011 года)

Что такое фондовый рынок и нужен ли он вообще? Можно ли сохранить и приумножить накопления, покупая акции? Фондовый рынок – это подобие казино или нечто действительно необходимое? И какую пользу приносит в таком случае человек, который «работает на фондовом рынке»?

Существуют разные варианты ответов на эти и другие подобные вопросы. Причем сторонники разных точек зрения ведут друг с другом ожесточенную полемику. Алексей Астапов, заместитель Председателя Правления УК Арсагера также достаточно категоричен. Он считает, что «большинство участников фондового рынка в сущности занимаются ничем иным, как созданием вечного двигателя». В беседе с «Нашими деньгами» Алексей Астапов напомнил о том, что вечный двигатель невозможен, а также объяснил, почему УК Арсагера готова платить деньги тем, кто соглашается постигать фундаментальные закономерности рыночной экономики.

– На сайте УК Арсагера написано, что ваша миссия – «создание правильного представления о финансовых рынках, рынке недвижимости и инвестициях». Расскажите, как вы сами получили это представление? Это была какая-то супер-книга, которая открыла вам глаза?

– В больших и толстых книжках, к сожалению, не пишут о простых вещах. Там могут подробно написать о каких-то коэффициентах, о том, как оценить компанию, как сравнить прибыль со стоимостью акции и пр. А вот зачем людям вообще нужны акции, никто не пишет. Считается, что это понятно само собой.

– А разве непонятно?

– Если Вам понятно, тогда скажите мне: для чего нужны акции?

– Чтобы купить их дешевле, а потом продать дороже и заработать. Или не заработать, если акции упадут в цене.

– По-вашему выходит, что фондовый рынок – это игра?

– В каком-то смысле, да.

– Это и есть основное заблуждение, активно подкрепляемое СМИ. В одном из уважаемых изданий даже была колонка, авторы которой заявляли: «Мы научим Вас, как выиграть деньги у фондового рынка». Такое заявление сразу говорит о том, что люди не совсем понимают, в чем смысл. Многие, как и Вы, полагают, что фондовый рынок – это нечто вроде большого казино.

Вы купили акции у лица, которое получило за них деньги. Потом Вы продаете их другому. Если Вы продали дешевле, чем купили, то оставили кому-то свои деньги. Если продали дороже – значит чьи-то деньги достались Вам. Вроде бы очевидно, что одни игроки выигрывают, другие проигрывают, а зарабатывает тот, кто умеет обыгрывать других. Выходит, что правительства многих стран ради развлечения своих граждан устроили огромный игровой клуб. Это еще

более очевидно, когда видишь, что котировки ежедневно то растут, то падают. И если бы люди не умели строить длинные статистические ряды, то понять, что в средней статистике акции только растут, было бы непросто.

– А что, они действительно только растут?

– Объясню на примере. Мы все знаем, что человек смертен. И он все время движется от рождения к смерти. Представьте, что Вы возьметесь в течение года отслеживать состояние его здоровья. Выясняется, что во втором полугодии он съездил на курорт, подлечился, стал чувствовать себя лучше, чем полгода назад. Но Вы же знаете, что в итоге он все равно умрет. Однако если Вы будете строить экстраполяцию по этим точкам внутри годичного периода, Вы даже можете сделать вывод, что человек молодеет.

– Хорошо, но при чем тут акции?

– Вы, как и многие другие, наверняка думаете, что колебания курса акций – это явление, которое возникает само по себе. Постараюсь доказать, что это не так. Люди всегда стараются делать то, что делать проще. Печатать деньги проще, чем создавать блага. Именно поэтому, когда мы подводим статистику, мы видим, что акции растут именно в номинальных величинах, то есть в деньгах. А любая акция – это право собственности на результаты деятельности того бизнеса, акции которого Вы купили. Потом Вы продаете акции за деньги, а деньги можете обменивать на другие блага. Но сами по себе деньги ценности не имеют. Поэтому когда мне говорят, что все упадет, я спрашиваю: все упадет относительно чего?

– Отвечаю: все упадет в деньгах.

– То есть Вы хотите сказать, что в условиях кризиса, когда люди начнут производить меньше благ, стоимость денег, которые нужны, чтобы этими благами обмениваться, вырастет? Вот пример – недвижимость. Во время кризиса 2008 года говорили, что недвижимость упадет в три раза. Однако объемы ввода недвижимости не увеличивались, они скорее сокращались. Денежная масса увеличивалась – это видно из статистики ЦБ. И Вы хотите сказать, что в условиях, когда недвижимости как товара становится меньше, а денег больше, цена квадратного метра должна падать? Это не абсурд? Закономерность состоит в том, что услуги и товары в деньгах всегда будут расти. А кто имеет права на товары и услуги? Те, кто имеет права на результаты деятельности бизнеса. Соответственно, стоимость этих прав будет всегда расти.

Когда я приезжаю на заправку ЛУКОЙЛ и вижу, что бензин подорожал, я, как ни странно, не огорчаюсь. Потому что знаю: бизнес, совладельцем которого я являюсь, купив акции ЛУКОЙЛ, является получателем выгод от повышения цен. Я нахожусь по одну сторону баррикад с бизнесом, повышающим цены, а обладатели денег – по другую. При этом колебаться в краткосрочных периодах стоимость акций может сколько угодно.

– Выходит, что акции – это гарантированный источник обогащения?

– Для наших людей очевидно, что чем полезнее их труд, тем большую им платят зарплату. Понятно и то, что товары, которые они покупают за деньги, создаются бизнесами. Но мало кто понимает, что функция владения бизнесом не менее важна, чем функция труда, особенно в нашей стране. Ведь товаров и услуг у нас создается очень немного. Поэтому если не будет расти число владельцев бизнесов, развитую экономику не построить. Есть и еще одно соображение. Пока человек молод, основной его доход составляет зарплата. А во второй части жизни, он (если об этом заранее подумал) становится больше владельцем, потому что часть своей зарплаты он переводил в накопления.

– И накопления лучше всего делать в акциях, потому что в итоге они все равно вырастут. Правильно я Вас понял?

– Совершенно верно. Хотя, конечно, будут акции, которые не вырастут. Но представьте, что у Вас есть акции трех компаний, которые производят хлеб. Через какое-то время одна из этих компаний обанкротилась. Вы потеряли что-нибудь?

– Ну, разумеется.

– И сценарий второй – все три компании продолжают работать. При каком из этих сценариев Вы заработаете больше?

– Логично сказать, что при втором.

– Логично, но это не так. Предположим, что объем потребления хлеба на рынке – сто буханок. Три компании производят этот объем и получают какую-то наценку. У потребителей на хлеб отводится определенный объем денег. И вот одна компания исчезает. Что произойдет с двумя другими? Объем потребления распределится на двоих. Объем выручки не изменится, но распределится на две компании, которые станут более прибыльными хотя бы за счет масштаба и экономии на издержках. Соответственно Вы как акционер от этого выиграете. Конечно, если бы Вы купили акции только той компании, которая обанкротилась, Вы бы проиграли. Но если Вы работаете с таким понятием, как бизнес в целом, Вы не проиграете. Именно поэтому по статистике индексы растут, хотя какие-то компании приходят на рынок, а какие-то уходят.

– Как вы применили эту философию в бизнесе?

– Мы не стремимся заманивать клиента маркетинговыми приемами. Приход клиента – это следствие. Если люди начнут массово владеть бизнесом, мы уже почувствуем улучшение уровня жизни в стране – дороги будут лучше, товары качественнее. Мы, как граждане своей страны, выиграем уже от этого.

– Тогда все поймут, во-первых, что надо покупать акции, а во-вторых, поймут, как их надо покупать. Зачем тогда им будут нужны управляющие компании?

– Я приводил Вам пример с тремя хлебозаводами. Если бы Вы купили два хлебозавода из трех, то какие два нужно было бы купить? Как бы Вы решали этот вопрос? Даже если бы все три завода выжили, они могли бы совершенно по-разному развиваться – у одного доля рынка выросла, у другого сократилась.

Так вот, наша задача, как управляющей компании, и заключается в том, чтобы уметь выбирать. Если мы в процессе своей деятельности сможем выбирать компании, которые обладают лучшим потенциалом, это позволит быть лучше индекса, как отражения среднего по рынку изменения стоимости акций. Поэтому своим сотрудникам мы говорим: у нас только один конкурент – индекс. Наша задача – получать результат лучше индекса. Только в этом случае наш продукт будет востребован.

– А у других управляющих компаний другие задачи?

– Очень многие управляющие Вам скажут, что главное – уметь играть на колебаниях курса акций. О том, чего стоит такой подход, я уже рассказал. В большинстве инвестиционных компаний Вы увидите людей, которые целыми днями смотрят в мониторы, следят за ситуацией на фондовом рынке. Вам может показаться, что эти люди чуть ли не пророки, они знают все. По нашему мнению, правда состоит в том, что это сообщество людей, которые ищут вечный двигатель. Они спорят друг с другом, чей вечный двигатель лучше. Но, слава богу, если кто-то скажет: я знаю закон сохранения энергии, поэтому мне не нужно отдельно рассматривать каждый проект вечного двигателя. То же самое можно сказать о разных системах игры на фондовом рынке. Мы пытаемся этот стереотип сломать. Мы могли бы сказать, что не играем на колебаниях. Но я скажу больше: играть на колебаниях не умеет никто.

– Ну а как же еще может заработать держатель акций? Ведь в этом весь смысл фондового рынка: сегодня у акций цена одна, а завтра другая.

– Посмотрите список Forbes. Вы там хоть одного игрока на колебаниях видели? Все это владельцы бизнесов.

– А как же разные гуру, которые ездят по миру и читают лекции о том, как заработать на колебании курсов?

– А сами гуру зарабатывают на колебании курсов? Основной доход они получают от чтения лекций о том, как разбогатеть на колебании курсов. Люди для того и становятся гуру, чтобы зарабатывать на обучении других. Очень неплохой бизнес. Мне вот недавно позвонили и предложили посетить семинар одного такого «гуру» за 5 тыс. руб. На семинаре – сто человек, итого, значит, 500 тыс. руб. за четыре часа работы.

– Вы говорите, что главным фактором является успешность бизнеса компании-эмитента. Но существует ведь и обратная зависимость – колебания курса акций влияют на бизнес.

– Стоимость акции зависит от того, как работает компания-эмитент. Сколько компания заработала, столько Вы и получите, даже не зная курса акций. Предположим, Вы купили 90% акций компании по рублю, 10% обращается на бирже. Потом курс упал до 50 копеек, но Вы открыли баланс и видите, что на одну акцию приходится 3 рубля. Какая разница, за сколько торговались эти 10%? И вот Вы решили ликвидировать компанию и получили на каждый вложенный рубль три рубля. Секрет в том, что в течение дня при огромном

объеме торгов оборачивается не более 0,2% акций компаний. Они и создают биржевую стоимость бизнесов. В 1998 году Газпром по оценке биржи стоил меньше 1 млрд долл. Тогда никому даже в голову не могло прийти, что его выручка будет составлять 125 млрд долл., а прибыль 30 млрд.

– Ну а вы тогда на чем выигрываете, если колебания ничего не значат?

– Мы знаем, что акции растут в долгосрочной перспективе. За этим ростом стоит ежедневный труд людей. Мужики, которые добывают нефть в компании ЛУКОЙЛ, идут утром на работу независимо от того, растут или падают акции ЛУКОЙЛ. Наша задача – просто сравнивать ВСЕ акции между собой и выбирать лучшие. В России примерно 200 акций разных компаний, у которых достаточная ликвидность для проведения операций. Вроде бы много, но в США их более 5 000, и чем больше их количество, тем выше роль управляющего.

Ежeminутные хаотичные колебания рынка превращаются в закономерность на длинных временных интервалах – год, три, пять. Конечно, рост акций зависит от того, покупают их или нет. Но готовность покупать зависит от результатов бизнеса. И бизнес делает эти вложения выгодными. Даже только часть доходов от этих вложений (дивиденды) может оказаться выгодной.

– Тогда скажите, почему управляющие компании проигрывают индексу?

– По разным причинам. Например, потому что плохо оценивают перспективы. Все могут сделать ошибку. Билл Гейтс, например, в свое время недооценил перспективы интернета. Но чаще всего вместо того, чтобы оценивать фундаментальную полезность того или иного бизнеса, многие пытаются играть в «угадайку». Представьте, что на рынке всего два игрока. И они продают друг другу одну и ту же акцию. Эта акция растет в цене из-за того, что компания приносит хорошую прибыль. Результат у обоих может быть положительный, как это ни странно. Но самое любопытное то, что у обоих он может быть и отрицательным.

– Каким образом?

– Очень просто – они совершают сделки и платят комиссию. Число сделок может быть таким, что комиссия «съест» весь прирост, который дала акция. Посмотрите годовые отчеты биржевых брокеров. Это все денежки, которые им заплатили спекулянты. Отсюда и получается эта жесткая статистика: 80% участников рынка проигрывают индексу. Но самое интересное вот что. Если кто-то из двух игроков остается в плюсе, то он думает, что заработал на колебаниях. Ему ни за что не придет в голову, что он заработал благодаря бизнесу, акции которого он покупал и продавал. Надо понимать, что зачастую люди становятся богатыми не потому, что они такие умные, а потому, что остальные ведут себя глупо. Например, снижение индекса на 80% в 2008 году – это на самом деле индекс глупости участников рынка.

– Допустим, вы убедили меня в том, что вы работаете не так, как другие управляющие компании. Но как вам убедить в этом потенциальную клиентуру?

– Объяснить очень трудно. Особенно если учесть, что многие брокеры заинтересованы в том, чтобы поддерживать миф о возможности выиграть на колебаниях. В фондовый рынок в России вкладывается, как я уже говорил, всего 1% населения. Вложив 100 тыс. руб., брокеру Вы заплатите 100 руб. комиссии. Поэтому надо создать у клиента иллюзию, что можно сказочно обогатиться, играя на колебаниях. В этом случае Вы платите по 100 руб. каждый день. Я понимаю, что у нас не получится разубедить всех потенциальных игроков. Всех спасти не удастся. Китайская мудрость гласит: «Учитель приходит тогда, когда ты к этому готов». Надо пытаться – иного пути нет.

– Ну и каковы ваши успехи в разъяснительной работе? Кто лучше поддается обучению?

Когда мы пытаемся разговаривать на данную тему с 30-40-летними людьми (которые вроде бы должны быть нашей основной аудиторией), это, как правило, оказывается бесполезно. Люди в этом возрасте в большинстве своем теряют способность чему-то учиться. В нашей стране у людей в этом возрасте уже складываются определенные понятия о том, как зарабатываются деньги: попилить, откатить и т.д. Мы пришли к выводу, что надо строить «лепрозорий».

– То есть?

– Надо отделить от этой массы тех, кто еще не заражен. Иными словами тех, кому еще можно объяснить, что вполне реально стать обеспеченным человеком, регулярно инвестируя в бизнесы. Поэтому мы предпочитаем работать с молодежью. Иначе они невольно усвоят (от тех же 40-летних), что заработать хорошие деньги можно только каким-нибудь «шахер-махером». А между тем именно благодаря регулярному инвестированию водители автобусов в Швеции выходят на пенсию миллионерами. У студентов, которых мы учим, денег зачастую нет. Но ведь и они когда-то станут 30-40-летними. И в том, чтобы донести знания о фондовом рынке до тех, кто способен их воспринять, заключается миссия нашего бизнеса. Эта задача сама по себе некоммерческая (мы даже сами даем деньги на первоначальные инвестиции тем, кто согласен учиться и успешно сдает наш специальный тест «Основы инвестирования»). И от того, насколько успешно мы ее решаем, зависит в конечном счете и наш коммерческий успех. Просто это долгосрочная стратегия.

– Но это все можно объяснить более или менее продвинутым людям. А что делать всем остальным?

– Становиться продвинутыми – другого пути нет. Сколько времени человек тратит на то, чтобы стать профессионалом и зарабатывать своим трудом? Школа, вуз, потом еще на работе он продолжает учиться – итого лет 15-20. А сколько времени он тратит на то, чтобы научиться распоряжаться результатами своего труда? Редко когда 1/10 часть этого времени. А это, возможно, даже более полезный навык. Ведь пока человек молод, он может зарабатывать деньги, будучи наемным сотрудником. Если он профессионал, то зарабатывает он хорошо. Но что потом? Подумайте об этом.

4.7. Повесть о регулярных инвестициях

УК Арсагера изучает успешный опыт инвестирования наших клиентов и делится этими знаниями. Мы обратили внимание на клиента, который на протяжении девяти лет регулярно в начале месяца переводит небольшую сумму в фонд акций. Мы изучили операции этого клиента, а затем пообщались с ним и получили разрешение рассказать об этом случае подробно.

Мы не раскрываем персональные данные клиента, ее имя изменено.

– Мария, с чего начался Ваш путь в компании Арсагера?

– Я познакомилась с компанией в 2010 году. В тот период жизни у меня возникло четкое понимание того, что с моим нестабильным доходом мне просто необходима какая-либо финансовая подушка. Искала способы ее формирования и наткнулась на сайте компании на тест «Основы инвестирования».

– Что Вы подумали, впервые столкнувшись с этим новым для себя способом управления своими финансами?

– Первое впечатление было неоднозначным. Я, как человек творческого склада ума, была достаточно далека от мира финансов, знала разве что о депозитах. Поэтому вообще вся история с инвестициями казалась мне слишком ненадежной как очередной финансовый пузырь или тотализатор. Наверное, просто не понимала, как это все работает. Но перспектива получить тысячу рублей за просто так (просто решив тест) мне тогда показалась очень заманчивой, и было интересно, действительно ли я получу эту тысячу или, как это обычно бывает, мне начислят некие бонусные баллы, с которыми и сделать ничего нельзя, и существуют они только в качестве маркетингового хода. Деньги я в итоге получила, но сделать это было не так уж и просто. Пока прошла тест, осознала, что вообще ничего не знаю об инвестициях, в итоге сдала только после подготовки, со второго раза, но порадовало, что все это было не зря. Мне действительно открыли счет и зачислили паи. Я выбрала фонд акций, так как в тесте, это мне запомнилось очень четко, была такая фраза: «Акции приносят максимальную доходность в долгосрочной перспективе». Это уже потом стало понятно, что «в долгосрочной перспективе» должно было быть написано большими буквами.

Дата	Название фонда	Операция	Кол-во паев / Сумма по операции
26.11.2010	ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Арсагера – ФА»	Поступление денежных средств	1 000,00 руб.
29.11.2010	ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Арсагера – ФА»	Зачисление паев	0,38763 шт.

Что такого особенного в этом случае? Во-первых, это удивительная регулярность инвестиций. Мария начала делать регулярные вложения с начала 2011 года и с тех пор за 9 лет не пропустила ни одного месяца.

– Мария, как Вы пришли к необходимости осуществления регулярных инвестиций? Что повлияло на это решение?

– Регулярность получилась как-то спонтанно. Не скажу, что я долго шла к этому, хотя в тот момент уже начала изучать статьи на сайте компании, чтобы просто осознать, что происходит с моими деньгами и откуда вообще берется эта доходность. Видела я и статью о регулярных инвестициях, но относилась ко всему этому как к рекомендации врачей регулярно заниматься спортом – вроде, конечно, все правильно, и абонемент в зал я куплю, но после рабочего дня хочется побыстрее упасть в мягкую постельку, она не обидит и не заставит два часа потеть на беговой дорожке. Но звезды так сошлись, что в один день произошло два события – я выиграла в акции «Призы любознательным» по этой самой статье о регулярных инвестициях и зарплату повысили. В небольшой эйфории от повышения я приняла волевое решение отчислять ежемесячно две тысячи рублей на покупку акций, так как осознала, что эффект от моей тысячи на счету, как от пылящегося абонемента в спортзал, – и капитал приличный не формируется, и тело здоровее и крепче не становится. При той моей зарплате две тысячи составляли чуть меньше 5%, что, в общем-то, приемлемо. Деньг всегда не хватает, но до этого и на меньшую сумму как-то получалось прожить. Сейчас жалею, что не вкладывала больше, но время до пенсии еще есть – надеюсь в будущем увеличить сумму до эталонных 10-15%, пока такой объем для меня тяжеловат.

Лайфхак: можно выбрать банк с отсутствием комиссии за перевод и настроить автоплатеж на дату зачисления зарплаты.

– Таким образом я решила самый болезненный для себя вопрос – не нужно самой отправлять деньги, которые всегда для чего-то нужны, для меня их как бы и нет.

Сумма ежемесячного взноса составляла 2 088 руб. на протяжении года. С февраля 2012 года Мария увеличила размер регулярного вложения до 2 784 руб. а с июня 2016 – до 3 219 руб. Эта сумма все также составляет менее 5% от ее ежемесячного дохода, так как зарплата с тех пор у Марии также повышалась.

За 9 лет Мария сделала приобретений на 311 тыс. руб. На конец 2019 года стоимость накопленного ею пакета паев (80,47 шт.) составила около 730 тыс. руб.

Дата	Название фонда	Операция	Кол-во паев / Сумма по операции
01.04.2016	ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Арскагера – ФА»	Поступление денежных средств	2 784,00 руб.
04.04.2016	ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Арскагера – ФА»	Зачисление паев	0,65974 шт.
04.05.2016	ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Арскагера – ФА»	Поступление денежных средств	2 784,00 руб.
05.05.2016	ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Арскагера – ФА»	Зачисление паев	0,62554 шт.
01.06.2016	ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Арскагера – ФА»	Поступление денежных средств	3 219,00 руб.
04.04.2016	ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Арскагера – ФА»	Зачисление паев	0,72125 шт.

Возможно, кто-то скажет, что это немного, но средний размер сбережений россиян – около 250 тыс. руб. Так что это почти в три раза выше среднего. И эти вложения для Марии не были чрезмерными с точки зрения ограничения потребления.

Данные нашего личного кабинета (ЛК) показывают, что в годовых получилось около 16%. С учетом налогов доходность чуть ниже (примерно на 0,5%). Доход при погашении паев, приобретенных после 01.01.2014 года, при владении более 3-х лет налогом не облагается.

Название	ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Арскагера – ФА»
Период	29.11.2010–29.11.2019
Срок инвестирования дней/лет	3287/9,01
Стоимость вложений на начало периода	-
Стоимость пая на начало периода	2 535,83 Р
Приобретение паев за период	310 955,67 Р
Средняя стоимость приобретения паев с учетом надбавок	3 864,35 Р
Сумма выплаты от погашения паев за период за вычетом уплаченного налога и скидок (в случае наличия)	0,00 Р
Средняя стоимость погашения паев	0,00 Р
Налог, уплаченный за период	0,00 Р
Сумма выплаты от погашения паев с учетом уплаченного налога за период	0,00 Р
Расчет налога при погашении всех паев	54 524,77 Р
Средневзвешенная сумма вложений	146 773,87 Р

Название	ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Арсатера – ФА»
Стоимость вложений на конец периода	730 376,99 Р
Стоимость пая на конец периода	9 076,63 Р
Финансовый результат в валюте	419 421,32 Р
Финансовый результат в процентах	285,760%
Финансовый результат в процентах за год	16,173%

Да, цифра не поражает воображение. Но если бы Мария переводила деньги на депозит, то ее накопления составили бы около 440 тыс. руб. Ставки по депозитам за этот период были в среднем примерно 8% годовых и составляли около 6,5% в 2011 году. В дальнейшем ставки достигали максимального значения в 2015 году – около 12% годовых и опустились к концу 2018 года до уровня 7%. Средний уровень инфляции за этот период составил около 7% в год. В 2014-2016 годах, а затем и в 2018 году, рубль значительно обесценился по отношению к мировым валютам, поэтому мы пересчитали этот результат в долларах США.

Название	ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Арсатера – ФА»
Период	29.11.2010 – 29.11.2019
Срок инвестирования дней/лет	3287/9.01
Стоимость вложений на начало периода	-
Стоимость пая на начало периода	80,88 \$
Приобретение паев за период	6 881,15 \$
Средняя стоимость приобретения паев с учетом надбавок	85,51 \$
Сумма выплаты от погашения паев за период за вычетом уплаченного налога и скидок (в случае наличия)	0,00 \$
Средняя стоимость погашения паев	0,00 \$
Налог, уплаченный за период	0,00 \$
Сумма выплаты от погашения паев с учетом уплаченного налога за период	0,00 \$
Расчет налога при погашении всех паев	849,94 \$
Средневзвешенная сумма вложений	3 852,25 \$
Стоимость вложений на конец периода	11 394,25 \$
Стоимость пая на конец периода	141,60 \$
Финансовый результат в валюте	4 513,10 \$
Финансовый результат в процентах	117,155%
Финансовый результат в процентах за год	8,992%

Сумма вложений составила 6 881 USD с учетом того, что вложения делались ежемесячно на протяжении 9 лет (каждое внесение пересчитывается по актуальному на тот момент курсу). Иначе говоря, сумма вложений в долларах существенно выше, чем текущая сумма вложений в рублях, деленная на текущий курс. На конец 2019 года стоимость накопленного Марией пакета паев оценивается примерно в 11 400 USD. Это соответствует доходности примерно 9% в год, что существенно выше доходности валютных депозитов.

– Мария, расскажите, пожалуйста, что на Ваш взгляд является самым сложным в процессе инвестирования?

– Не впадать в уныние и не делать глупости, когда на рынке наступают сложные времена. Самым психологически сложным периодом был для меня конец 2014 года и начало 2015-го. Доходность акций начала откровенно разочаровывать, падал рубль, когда посмотрела отчетность по итогам управления фондом в 2014 году, моя рука и вовсе чуть не дрогнула вывести все деньги. Я думала, так удастся защитить хотя бы часть денег, которые я уже успела вложить в эту историю. Но альтернатив в то время было немного – валюту покупать было уже совершенно невыгодно. Я решила не психовать и не дергаться. Да и прочитав книгу, я решила «ловить дзен» и ждать, когда заработает та самая «долгосрочная перспектива» и когда мои акции принесут мне максимальную доходность. Долго ждать не пришлось – рынок постепенно рос, и время показало, что не зря я тогда не подала свою заявку на погашение.

Действительно промежуточный результат Марии за 4 года, с начала 2011 г. по начало 2015 г. не впечатлял: вложено 130 тыс. руб., накопленный пакет паев – 47,65 шт., стоимость вложений на начало 2015 года – 140 тыс. руб.

Название	ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Арсатера – ФА»
Период	29.11.2010–30.01.2015
Срок инвестирования дней/лет	1523/4.17
Стоимость вложений на начало периода	-
Стоимость пая на начало периода	2 535,83 Р
Приобретение паев за период	129 998,81 Р
Средняя стоимость приобретения паев с учетом надбавок	2 728,45 Р
Сумма выплаты от погашения паев за период за вычетом уплаченного налога и скидок (в случае наличия)	0,00 Р
Средняя стоимость погашения паев	0,00 Р
Налог, уплаченный за период	0,00 Р
Сумма выплаты от погашения паев с учетом уплаченного налога за период	0,00 Р

Название	ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Арсатера – ФА»
Расчет налога при погашении всех паев	1 274,68 Р
Средневзвешенная сумма вложений	62 654,63 Р
Стоимость вложений на конец периода	139 804,07 Р
Стоимость пая на конец периода	2 934,25 Р
Финансовый результат в валюте	9 805,26 Р
Финансовый результат в процентах	15,65%
Финансовый результат в процентах за год	3,55%

Еще драматичнее выглядела ситуация при пересчете в доллары США: вложено около 4 000 долл., стоимость вложений на начало 2015 года – около 2 000 долл.

Название	ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Арсатера – ФА»
Период	29.11.2010 – 30.01.2015
Срок инвестирования дней / лет	1523 / 4.17
Стоимость вложений на начало периода	-
Стоимость пая на начало периода	80,88 \$
Приобретение паев за период	3 983,97 \$
Средняя стоимость приобретения паёв с учетом надбавок	83,62 \$
Сумма выплаты от погашения паев за период за вычетом уплаченного налога и скидок (в случае наличия)	0,00 \$
Средняя стоимость погашения паёв	0,00 \$
Налог, уплаченный за период	0,00 \$
Сумма выплаты от погашения паёв с учетом уплаченного налога за период	0,00 \$
Расчёт налога при погашении всех паёв	0,00 \$
Средневзвешенная сумма вложений	2 035,35 \$
Стоимость вложений на конец периода	2 034,10 \$
Стоимость пая на конец периода	42,69 \$
Финансовый результат в валюте	-1 949,88 \$

– Что помогло Вам придерживаться выбранного курса?

– На самом деле очень помогла «держаться» книга. Если сравнивать с теми же тренировками в зале, она мне заменила тренера – разъясняла что к чему и почему я уже третью неделю качаю пресс, а рельефных кубиков еще не видно. Я научилась читать отчетность, которую вы публикуете, поняла, с чем сравнивать доходность, чтобы адекватно ее оценить и понять: 3% или 10% – это много или мало, и вообще большая ли разница. Сейчас сравниваю с индексом и с депозитом.

Результат Марии при аналогичных вложениях в индексный фонд составил бы на конец 2019 года около 530 тыс. руб. (около 12,5% годовых).

–Я начала больше внимания обращать на отчетность, которую выпускает компания. Заметила даже, что когда регулярно отслеживаю результат, радуюсь «победе» над индексом, как победе любимой футбольной команды. Еще меня подкупило, что компания настолько открыта, что публикует отчеты о том, сколько и как часто ее сотрудники вкладывают в собственные фонды. Помимо того, что это внушает уверенность (вряд ли сотрудник, который знаком с «внутренней кухней», будет вкладывать свои кровные в бесперспективное мероприятие), еще вызывает и огромное уважение к компании. Радует также, что даже в наше время, когда каждый преследует свой «шкурный» интерес, компания не боится честно освещать те вопросы, которые ей невыгодны.

Информация об операциях сотрудников раскрывается в соответствии с Положением об инсайдерской информации на сайте компании. Информация о размере и доле средств, вложенных в фонды под управлением компании, раскрывается на титульной странице ежеквартального отчета по каждому фонду.

Многие ждут удачный момент для начала инвестиций, но при регулярных инвестициях небольших сумм время для старта не столь важно. Как видно из исторических данных на примере Марии, в начале 2011 года был локальный максимум рынка после резкого подъема в 2009–2010 годах. То есть сейчас, конечно, очевидно, что время для входа в рынок было откровенно неудачное. После этого рынок медленно «сползал» вплоть до 2014 года. Оживление началось только в 2015 году. В последние несколько лет результат инвестирования в годовых практически не меняется и держится вблизи 15%. Это происходит потому, что очередное вложение по отношению к накопленной сумме становится все менее значимым, а срок инвестирования накопленной суммы увеличивается. В итоге доходность вложений стремится к долгосрочной доходности рынка акций.

Самые удачные вложения приходятся на период стагнации и снижения рынка. Именно в этот период психологически наиболее сложно сохранять последовательность и продолжать делать вложения.

– Видели ли Вы отчетность за 2018 год? Что думаете по этому поводу, будете продолжать инвестировать?

– Да, я смотрела отчетность за 2018 год и заметила ухудшение результатов управления фондом, но, честно говоря, по сравнению с 2014-м это был не такой сильный удар для меня. Как я уже говорила, компания не стесняется освещать неудобные для себя темы. Арсагера провела «разбор полетов» и объяснила, с чем это связано. Всегда будут «черные и белые полосы», так что если в моменте происходит падение, я уже не так остро на это реагирую, мне важно, чтобы в итоге (в той самой «долгосрочной перспективе») мои вложения показали рост лучше депозита.



– Мария, а кто-нибудь из Ваших знакомых знает об инвестировании как о способе формировании капитала, или большинство предпочитают вкладывать в депозит?

– О, после прочтения книги я стала, если можно так выразиться, евангелистом всей этой истории с инвестированием, рассказывала про «Заметки в инвестировании» многим знакомым. Один из них, весьма состоятельный человек, тоже вдохновился и начал делать вложения в акции, кажется, в 2017 году. Только суммы у него были гораздо крупнее моих. Но уже через год он прекратил регулярное инвестирование под влиянием плохой отчетности. Сравнили в ЛК доходность за 2018 год – у меня почти 9%, а у него меньше 6%. Да, расхождение небольшое, но у меня получается доходность больше депозита, а у него нет.

Мы привели историю Марии как пример правильного и дисциплинированного отношения к инвестициям. На текущий момент никто из наших клиентов не смог повторить эту практику в течение столь длительного срока. Мы благодарим Марию и других наших клиентов за оказанное нам доверие и последовательность, которую они проявляют, осуществляя вложения.

Если вы хотите узнать больше о преимуществах регулярного инвестирования, читайте:

- Регулярные инвестиции – возможность и необходимость.
- Волатильность может приносить доход! Но не спекулянтам!
- Характеристики портфеля регулярного инвестора (на сайте).
- Инвестируем регулярно – итоги двадцати лет сбережений (на сайте).



Ознакомиться с результатами регулярного инвестирования в наши продукты можно в материале Отчет «Сравнение с результатами вложения в депозиты и индексный фонд на разных временных интервалах», а также квартальных отчетах по фондам «Арсатера – фонд акций», «Арсатера – фонд смешанных инвестиций» и «Арсатера – акции 6.4».

Информация о размере вложений сотрудников и акционеров компании в фонды УК Арсатера представлена в материале «Средства в управлении». Информация о регулярных вложениях сотрудников и акционеров компании раскрывается в специальном разделе на сайте.

Мы надеемся, что с помощью наших инвестиционных продуктов Вы сможете реализовать свою главную финансовую цель – обеспечить достойный уровень потребления во второй половине жизни.

Если у вас есть сомнения в преимуществах регулярных инвестиций с помощью наших фондов, будем признательны за обратную связь.

Сейчас в квартальной отчетности по фондам ценных бумаг мы приводим результат инвестирования в сравнении с банковским депозитом и индексным фондом на различных временных интервалах, отдельно для варианта регулярного инвестирования, а также в пересчете на доллары США.



Мы планируем периодически обновлять данные о результатах инвестирования Марии.



Продолжение истории читайте на сайте в материале «Влияние последовательности инвестора при осуществлении регулярных вложений на итоговую доходность капитала».

Глава 5. Инвестиционные опасности

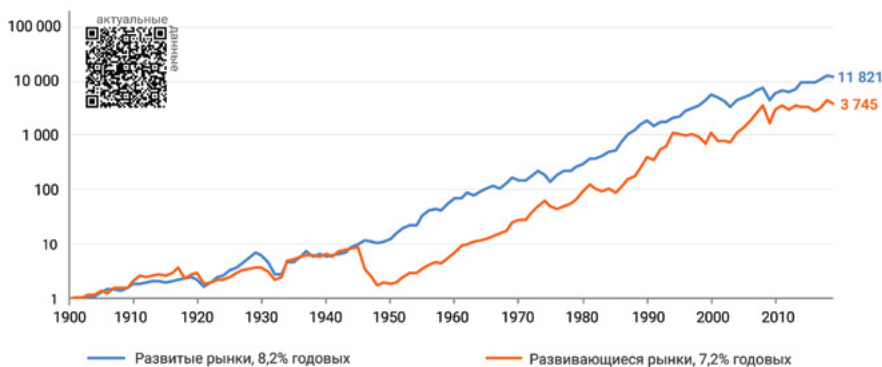
5.1. Рынок акций или Форекс... Что лучше?

На первый взгляд, у них много общего: графики, колебания котировок, возможность использования «кредитного плеча», технический анализ. Но у акций есть фундаментальное отличие, которое предоставляет возможность зарабатывать деньги.

Ключевое отличие акций от Форекс

Это отличие заключается в положительной среднестатистической доходности рынка акций. Это утверждение справедливо как для развитых рынков, так и для развивающихся более чем за 100 лет наблюдений.

Результат инвестирования 1 долл. США, накопленным итогом, \$

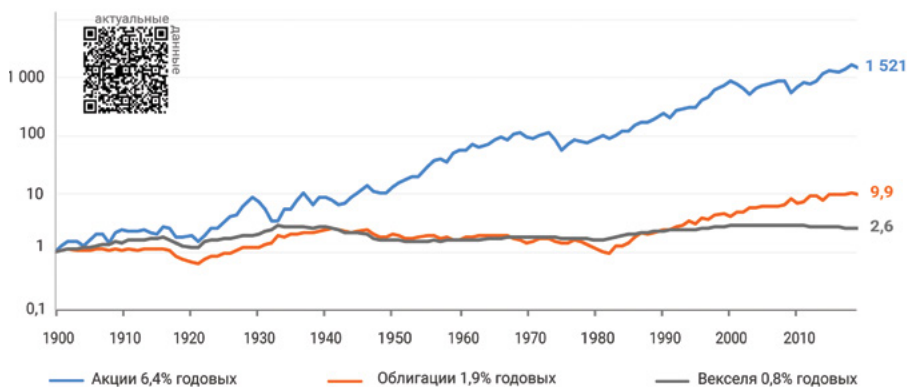


Любопытно то, что такая доходность была получена не просто за счет превосходства положительных значений годовых доходностей над их отрицательными значениями. Самих по себе периодов роста было больше. Так, для акций крупных компаний США из 93 лет (с 1926 по 2018 год) 70 лет заканчивались ростом котировок и лишь 23 снижением. Так происходит потому, что акция – это маленький кусочек большого бизнеса, за которым стоит ежедневный человеческий труд, который создает для владельцев бизнеса добавленную стоимость. Эта способность бизнеса быть производительным и генерировать деньги вызывает положительную среднестатистическую доходность рынка акций (положительное математическое ожидание).

Здесь мы говорим об акциях как таковых, в общем смысле слова. Акция как документ – это право собственности на активы и труд тысяч людей. Покупая акции, вы меняете плоды своего труда – заработанные деньги – на обязательство других людей трудиться на вас. Когда ваша возможность зарабатывать деньги с возрастом сократится, эти неизвестные люди будут вас кормить.

Вся многолетняя статистика доходности рынка акций, даже скорректированная на инфляцию, подтверждает наши слова. И даже в периоды падения курсовой стоимости акций функционирование бизнеса не прекращается. Люди продолжают ходить на работу – плавить металл, добывать нефть, оказывать услуги, своим трудом создавая стоимость для владельцев бизнеса. И в долгосрочной перспективе этот труд «возьмет» свое, оказав влияние на динамику цен акций. С валютой же все наоборот.

Результат инвестирования 1 долл. США накопленным итогом в разные классы активов фондового рынка США в реальном выражении



Фундаментальный недостаток рынка Форекс

Многолетняя статистика показывает – инфляция, как ржавчина, неумолимо разъедает стоимость денег из года в год. Рынок Форекс не является рынком реальных активов – это обмен одной меры стоимости на другую, и эти меры стоимости подвержены коррозии.

Центральные банки многих стран соревнуются в ослаблении своих национальных валют относительно других. Они катятся по наклонной плоскости вниз, а игра на Форексе – это попытки угадать, чья скорость падения меньше. Но каждый прыжок съедает часть вашего благосостояния, и чем чаще прыгать, тем быстрее оно уменьшается, потому что даже несмотря на высокую ликвидность рынка Форекс, есть спред, есть комиссии брокеров. Фантастическое «кредитное плечо», предлагаемое форекс-клубами, многократно усиливает эти потери. А если еще и не угадать со скоростью падения...

Кто зарабатывает на Форекс

Вероятно, стабильно зарабатывать на валюте можно. Но для этого нужно предоставлять услуги на рынке Форекс. В противном случае вы играете против теории вероятностей. Сами участники рынка Форекс раскрывают печальную статистику. По итогам года в «плюсе» остается только 1 из 10 игроков. На рынке акций 80% участников также проигрывают по доходности фондовому

индексу, но если сам индекс растет, то, даже проиграв индексу, можно остаться в «плюсе». На Форексе вы проигрываете все время снижающемуся индексу стоимости валюты относительно реальных активов.

Технический анализ, всевозможные торговые системы и стратегии – это ловкие трюки форекс-клубов. У множества людей они создают иллюзию возможности создания вечного двигателя. На бумаге размер портфеля увеличивается по экспоненте, а когда начинаются реальные сделки – все идет по-другому. Иллюзия, что надо только чуть-чуть доработать систему, лишь подпитывает игровую зависимость.

Наиболее распространенные приемы рекламы Форекса – это бешеная доходность и предложение «заработать своим умом». Растет самооценка, собственная значимость. Только на самом деле это слепая и опасная самонадеянность. Приятно называть себя трейдером. Мало того, игра на Форексе выдается за работу. Большинство простых людей попадают на удочку Форекс, испытывая ощущение причастности к финансовому миру. Но это причастность овец к пастуху, который их пасет, стрижет, а потом забивает на мясо.

Инвестор слабо защищен на рынке Форекс

С 2016 года Банк России начал лицензировать деятельность на этом рынке. На конец сентября 2017 года было выдано всего 8 лицензий, а к началу 2020 список официальных форекс-дилеров сократился до четырех организаций. При этом Интернет переполнен рекламой десятков форекс-«кухонь» с фантастической гарантированной доходностью и обещаниями заработка. Как правило, такие конторы зарегистрированы в офшорах, и защитить свои права их клиентам будет проблематично. Число клиентов таких «лавок», по нашим оценкам, существенно превышает, например, число клиентов онлайн-казино.

В то же время, когда речь идет о рынке ценных бумаг, то есть об инвестициях в экономику, в том числе и в России, устанавливаются жесткие ограничения не только на информирование о доходности, но и на любые упоминания о перспективности рынка акций и отдельных компаний, и ПИФов.

Выводы

- Мы в компании Арсагера убеждены: Форекс – это ловушка, с помощью которой форекс-клубы забирают деньги. Создана глобальная машина по вербовке новых участников. С помощью тонких приемов у клиентов поддерживаются иллюзии, и, в конечном итоге, у большинства из них формируется игровая зависимость. Рынок Форекс – это черная дыра, способная поглотить любые суммы.
- Конечно, частые сделки с акциями точно так же уменьшают ваш капитал. Но здесь на вашей стороне хотя бы положительное математическое ожидание доходности фондового рынка.

5.2. Форекс: гении маркетинга!

*Если спекуляции на фондовом рынке
сравнить с легкими наркотиками,
то Форекс – это финансовый героин.*

Бывалый инвестор

Часто форекс-клубы размещают свою рекламу в виде вакансий типа: «Работа на финансовых рынках! Бесплатное обучение! Трудоустройство! Приглашаем управляющих! Даем средства в управление! Заработай своим умом! Доход от 1000 долл.». Желающих «заработать своим умом» на валютных спекуляциях у нас хватает. Это водопроводчиков и электриков у нас мало, а гениальных трейдеров «завались».

Стратегия втягивания человека выглядит примерно так: вначале бесплатное обучение – наживка брошена. Дальше учим за деньги – якобы, там самые ценные знания, которые помогают зарабатывать. Затем практика на демо-счете, где все «почему-то» показывают блестящий результат. Обещали трудоустройство? Мы свои обещания выполняем, но докажите свой профессионализм!



Некоторые создают «систему», которая примерно раз в неделю или реже «дает сигнал», и они «встают» на всю сумму, например против доллара. Им повезло – они в шоколаде. Приходят довольные к администрации дилингового центра (ДЦ) и говорят: «Вот мы все талантливо просчитали – заработали бешеные деньги». Им действительно в этот момент кажется, что они все просчитали. Но в администрации форекс-клуба сидят не дураки. Они говорят: «Да, вы супер-управляющий, но нам надо убедиться в том, что это не просто везение, а именно ваш профессионализм». И ставят условие заработать, например, тридцать процентов, совершая ежедневно не менее 20 сделок по нескольким валютам суммой не менее..., короче, работая всей суммой. Когда наш гений-управляющий пытается что-то заработать, выполняя все эти условия, у него почему-то перестает получаться.

Почему? Поясним на примере.

В казино тоже можно поставить миллион «на красное» и, с относительно высокой вероятностью, удвоить сумму. Именно поэтому казино устанавливает ограничение на максимальную ставку. Допустим, в казино перед вами поставили задачу удвоить миллион долларов на рулетке, при том что максимальная ставка будет 100 долл. Ваш результат будет вполне предсказуем. Из 10 000 ставок 18/37 будут выигрышными, а 19/37 будут проигрышными. В конечном итоге вы проиграете 1/37 своей суммы или примерно 27 000 от 1 млн долл. при том же объеме ставок. Только в первом случае у человека действительно должен быть в наличии миллион, чтобы сделать одну ставку, а во втором варианте человеку нужно иметь примерно 27 000, чтобы сделать 10 000 ставок по 100 долл. и полностью проиграть их, сделав тот же оборот.

ВНИМАНИЕ! Казино, вводя лимит на максимальную ставку, жертвует возможностью выиграть ваш миллион ради 27 тысяч. Казино вообще не хочет играть! Как и сам ДЦ никогда не занимается операциями на Форексе, но охотно этому учит других. Казино вполне устраивает 1/37. Главное, чтобы было как можно больше ставок. Не очень больших, чтобы исключить случайные большие выигрыши. И не очень маленьких, чтобы игроки не замучили крупье, проигрывая свои деньги. Все это приводит к тому, что начинает работать закон больших чисел (принципы теории вероятностей), и это становится бизнесом, где казино получает 1/37 (2,7%) с оборота.

На Форексе при таком количестве ~~ставок~~ сделок от миллиона, скорее всего, не останется ничего, потому что с точки зрения теории вероятности казино ведут свой бизнес гораздо прозрачнее и честнее, чем ДЦ. Отрицательное математическое ожидание рынка валют и небольшие на первый взгляд комиссии ДЦ многократно усиливаются огромными «плечами», делая вероятность проигрыша выше, чем на рулетке. Вы уверены, что в дополнение к этому ваш ДЦ не «передергивает карты»? В результате выиграть становится практически невозможно, о чем свидетельствует статистика самих форекс-клубов.

Естественно, после того как наш «гений-управляющий» помается со всеми этими требованиями и большим числом сделок, его посетит «гениальная» (как обычно) мысль: «У меня же хорошо все получалось без этих дурацких требований к числу сделок. Я могу зарабатывать и без них. Займу-ка я денег у друзей, быстренько заработаю, рассчитаюсь с долгами и буду работать на себя, а не на дядю из форекс-клуба. Еще лучше убедить друзей дать мне денег в управление. Для них-то главное выигрыш. Они-то точно не установят таких требований». В этот момент администрация клуба может пить шампанское! Она выполнила свою задачу! Клиент где-то раздобыл и добровольно принес им деньги! Все танцуют! Забрать эти деньги – дело техники.

Разница лишь в том, что теперь проигрыш растянут во времени. Администрация форекс-клуба своими условиями просто «сжала» этот период до месяца, а заодно и наглядно продемонстрировала невозможность выигрыша в казино на Форексе. Для казино ДЦ не очень важно, сделаете вы 10 000 ставок за ночь или будете делать по одной в день. Даже лучше, если клиент будет проигрывать деньги медленно. Потому что, когда это происходит медленно и незаметно, успевают сформироваться игровая зависимость. Да и неизбежность проигрыша становится не столь очевидной. Ситуация усугубляется, если человеку поначалу везет! Все как в казино.

В этом смысле особенно умиляет трогательная «забота» некоторых продвинутых форекс-клубов о своих клиентах, когда клиенту рекомендуют следовать правилам, защищающим капитал от проигрыша, например «не ставить сразу все «на красное» против доллара, установить стоп-лоссы, тейк-профиты и прочую «лабуду», которая выдается за риск-менеджмент и умение профессионально зарабатывать на рынке.

Форекс-клубы не любят переносить позиции на следующий день и очень не любят клиентов, которые приходят и ставят сразу миллион «на красное» против доллара. А вдруг он выиграет и сразу потребует выплатить выигрыш? А вдруг у «чорта», который принес миллион, есть «неформальные» рычаги воздействия на ДЦ, и это создаст проблемы для бизнеса? А вдруг придется резко сворачивать бизнес и «делать ноги»? Реальный рынок Форекс создавался для обмена валютой между финансовыми институтами (в основном между центральными и коммерческими банками). Сейчас один



контракт с реальной поставкой валюты составляет несколько миллионов долларов, поэтому сделки клиентов обычно никто из ДЦ не перекрывает на реальном рынке – всё стараются сделать в рамках своей «кухни», то есть прямых конвертаций небольших сумм не происходит.

Отсюда обучение риск-менеджменту: делать сделки часто, понемногу, следовать тренду и, если что, «защищать» капитал, закрывая позицию. Ну что, гениальные супер-трейдеры, узнали себя и свои ДЦ?

В рекламе заявлено одно, но на практике получается другое.

Заявлено в рекламе	Получается на практике
<ul style="list-style-type: none">• Работай на финансовых рынках• Зарабатывай своим умом• Даем деньги в управление• Становись управляющим• Бесплатное обучение• Трудоустройство	<ul style="list-style-type: none">• Игровая зависимость• Искаженное представление о природе инвестиций• Люди отдают ДЦ свои деньги и деньги друзей• Люди выпадают из созидательной деятельности на благо самих себя и общества в целом, а вместо этого с утра до ночи пялят красные глаза в монитор и едят валидол, превращаясь в бездельников

Человек даже не замечает, как деградирует.

Что заставляет верить Форексу?

Хочется рассказать еще об одном «гениальном» изобретении форексных контор.

Нас всегда поражало, что в комментариях к нашим материалам (да и в реальной жизни это встречается сплошь и рядом) появляются люди, которые абсолютно искренне, «с пеной у рта» доказывают, что на Форексе можно зарабатывать. Они ссылаются на свой длительный успешный опыт и даже готовы приводить документальные подтверждения.

Да, хороший мошенник может имитировать искреннюю убежденность, но хороших мошенников мало, а людей, убежденных в том, что на Форексе можно заработать, слишком много. Надо помнить о постулате НЛП, который предполагает, что людьми движет позитивное намерение и не может быть столько людей, которые стремятся обмануть других. Большинство людей не такие уж и плохие. С другой стороны, один из постулатов «теории продаж» говорит: лучший продавец тот, кто сам верит в качество продукта, который он продает.

И, наконец, вспомним о том, что каждая форексная лавка имеет программу «приведи друзей и заработай». Таким образом, «форексники» смекнули, что надо находить талантливых, энергичных и убедительных ребят, которые будут искренне и зажигательно доказывать, что на Форексе можно заработать. Как эти «кухни» умеют «рисовать» результаты, мы уже рассказывали. Только здесь все наоборот. Они «рисуют» им не убытки, а прибыль.

По сути это зарплата сэйлз-менеджеров, только она выплачивается через торговый счет. Надо только следить, чтобы продавец не подтянул на свой

счет крупную сумму. Хотя даже это не проблема. В такой ситуации можно пожертвовать «продавцом». Свою задачу он выполнил – деньги привлек. Так и выходит, что человек несколько лет выигрывает, потом набирается храбрости, берет в долг крупную сумму и «неожиданно» все проигрывает.

Мы как-то познакомились с интересным человеком: толковый паренек, увлечен инвестированием, но не понимает фундаментальной разницы между Форексом и фондовым рынком. Он искренне переживает за клиентов, которых «подтянул» как посредник в очередную «форексную кухню», пытается им помочь, «научить» правильно торговать. Он просто не может представить, что его, как марионетку, умело дергают за нужные ниточки.

Специфика «форексной кухни» позволяет запустить такой процесс гораздо эффективнее, чем на фондовом рынке, где все более зарегулировано и защищено технологиями биржи. Особенно если не баловаться «плечами» и «шортами».

Все это возможно благодаря феноменальной свободе, которую имеют форексные лавки. Несмотря на то, что с 2016 года Банк России лицензирует эту деятельность, в Интернете орудуют многочисленные офшорные «кухни», которые никто не контролирует. Они могут свободно рекламировать любой бред про фантастические заработки и обещать любую доходность на Форекс. По уровню информационного беспредела они вплотную приблизились к МММ 90-х годов. Даже главные каналы не гнушаются рекламировать Форекс. До каких пор это будет продолжаться? Видимо, пока это не выльется в социальные потрясения.

Мы не устаем предостерегать наших читателей от всевозможных спекуляций и уж тем более от игр на Форексе. Но для того чтобы хоть как-то уберечь людей с нездоровой тягой к этому рынку от злоупотреблений мошенников, достаточно сделать простые вещи:

- сейчас большинство «кухонь» оформлено как тотализаторы, букмекеры или вообще как офшорные лавки. Надо разрешить эту деятельность на территории России только банкам, имеющим лицензию Банка России, – их достаточно легко контролировать;
- ограничить размер «плеча» при валютно-обменных операциях для неквалифицированных инвесторов (обычных людей) на уровне фондового рынка – не более 1:3. Большее «плечо» разрешить только для квалифицированных инвесторов.

▲ В рамках курса «Школа» следующим читайте материал 5.11. Вся правда об отраслевых фондах.

5.3. Кто выигрывает на срочном рынке

Срочный рынок – это большой финансовый тотализатор, который давно пора закрыть!

В этом материале мы хотим оценить роль срочного рынка как элемента финансовой системы. Разобраться, откуда там берутся деньги, кто их выигрывает, а кто проигрывает.

Так получилось, что свой путь в мире инвестиций в 1995 году мы начали именно со срочного рынка (задолго до основания УК Арсагера). Несколько лет мы упорно занимались изучением различных стратегий работы с деривативами. Мы опробовали все инструменты того времени: контракты на доллар, ставку по ГКО-ОФЗ, индекс РТС. Тогда еще не было электронных торгов, а трейдеры в биржевой «яме» поднимали карточки. Это совершенно разные ощущения. Одно дело нажать кнопку на компьютере и совершить сделку с кем-то обезличенным. Совершенно другое дело смотреть в глаза контрагенту, который уверен, что совершает выгодную сделку.

Нам даже удалось добиться определенных успехов – мы ушли «в плюсе», заработав за все время около 40%. За пару лет это смешная доходность. В те времена такую доходность можно было получить на государственных облигациях и даже на депозите в банке. Но сейчас при наличии знаний (понимая физический смысл явлений, происходящих на срочном рынке) этот результат не кажется смешным. Выйти «в плюс» на срочном рынке после пары лет торговли – это уже само по себе достижение.

С тех пор прошло много лет. Мы внимательно следили за развитием срочного рынка, но еще тогда у нас закрадывалось подозрение, что срочный рынок – это «какая-то разводка». До 2007 года Гражданский кодекс определял сделки на срочном рынке (фьючерсы, опционы) как сделки типа «пари» и приравнивал их к ставкам в букмекерских конторах, то есть по всем спорам, связанным с деривативами, не предусматривалась судебная защита. Было время, когда мы относились к этому как к некомпетентности законодательной власти в вопросах финансового рынка. После внесения поправок в статью 1062 ГК РФ сделки на срочном рынке, которые были заключены на бирже, подлежат судебной защите и не приравниваются к сделкам пари.

Однако, несмотря на это, мы готовы сделать провокационное заявление:

Срочный рынок – это большой финансовый тотализатор, который давно пора закрыть!

Является ли хеджирование фундаментальным смыслом существования срочного рынка?

Многие приверженцы срочного рынка признают, что там много игроков. Но когда речь заходит о фундаментальном смысле существования срочного рынка, все говорят о хеджировании. Для обоснования нашего смелого утверждения начнем с того, что лишим срочный рынок этой «фундаментальной» основы.

Можно описать два типа хеджеров на срочном рынке:

- хеджеры первого типа (Хеджеры 1) покупают реальный актив – продают фьючерс;
- хеджеры второго типа (Хеджеры 2) продают реальный актив – покупают фьючерс.

Составим матрицу участников срочного рынка – у нас может быть четыре типа ситуаций.

	Хеджеры 1	Хеджеры 2	Игроки
Хеджеры 1		Ситуация 1	Ситуация 2
Хеджеры 2	Ситуация 1		Ситуация 3
Игроки	Ситуация 2	Ситуация 3	Ситуация 4

Ситуация 1. Сделка между Хеджером 1 и Хеджером 2 приводит к следующему результату:

- Хеджер 1 вкладывает деньги под «фиксированную» доходность;
- Хеджер 2 получил в распоряжение деньги под «фиксированный» процент.

Вопрос: зачем это делать таким замысловатым способом? Под фиксированную доходность деньги можно вложить в банк, получить их под фиксированный процент можно там же – в кредитном отделе. Причем банк обеспечит реальную фиксированную процентную ставку как по кредиту, так и по депозиту.

В обеих схемах, использующих срочный рынок, на самом деле процентная ставка нефиксированная. У Хеджера 1 она может уменьшиться, а у Хеджера 2 увеличиться благодаря margin-call при неблагоприятном движении на срочном рынке. Добавьте сюда еще несовершенство налогообложения – прибыли/убытки по реальному активу не «схлапываются» с прибылями и убытками по фьючерсам.

Кто-то скажет в защиту позиции Хеджера 1 – на срочном рынке доходность-то выше! Во-первых, далеко не факт, что выше. Во-вторых, за нее он сполна заплатит повышенными рисками срочного рынка. В защиту Хеджера 2 может быть другой аргумент – банк не дает кредит! Но Хеджер 2 может просто продать свой реальный актив и вообще не платить проценты за вырученные деньги.

Ситуация 2. Хеджер 1 совершает сделку с Игроком. В долгосрочной перспективе доходность, которую приносит реальный актив, выше, чем доходность захеджированных позиций. Доходность рынка акций выше, чем доходность инструментов с фиксированной доходностью. Итоговый результат Хеджера 1 на срочном рынке будет отрицательным и будет компенсироваться за счет доходов на реальном рынке. Другими словами – деньги, которые Хеджеры 1 будут зарабатывать на реальном активе, просто частично будут питать срочный рынок. Зачем такое хеджирование? Не лучше ли оставлять эти деньги себе?

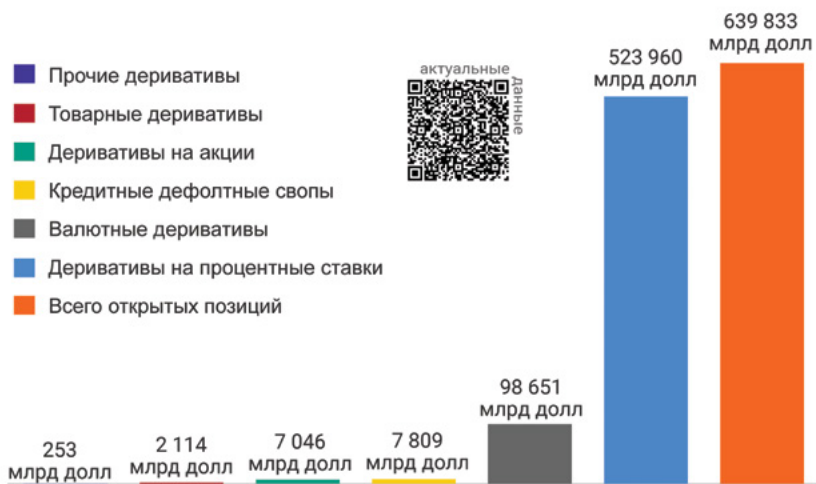
Ситуация 3. Вряд ли Хеджеру 2 удастся постоянно облегчать себе долговую нагрузку за счет игроков и перекладывать на них уплату процентов за

пользование деньгами. А платить повышенный процент за полученные деньги – это просто дарить их срочному рынку. Трудно назвать это рациональным поведением. Получается, хеджеры – это странные люди. Если они что-то выигрывают на срочном рынке, то обязательно проигрывают эти деньги на реальном рынке, только еще платят комиссию организаторам торговли. Если они проигрывают, то покрывают это за счет денег, полученных на фондовом или товарном рынках.

Мы не осветили здесь тему опционов как инструмента хеджирования. Этот вопрос рассмотрен в материале «Опционы: беспроигрышный проигрыш?!».

Можно утверждать, что хеджирование – это неэффективный способ страхования рисков. Для товарных рынков гораздо более эффективным механизмом является ценовое регулирование на государственном или межгосударственном уровне. Например, ОПЕК для рынка нефти или государственные закупки для рынка зерна. В крайнем случае, подойдет механизм классического страхования, основанного на законе больших чисел. Практическим подтверждением этого вывода является очень маленький процент сделок с деривативами на реальные активы с поставкой (товары, акции).

Структура открытых позиций по производным финансовым инструментам в мире по состоянию на конец первого полугодия 2019 года



Источник: The Bank for International Settlements (BIS) (<http://www.bis.org/>)

Для фондового рынка, где есть акции и облигации, хеджирование – это нелепость. Если ты покупаешь акции, зачем ограничивать их доходность хеджированием? Если нужно снизить риски портфеля, можно просто добавить в него облигации.

И вот, наконец, мы добрались до сути срочного рынка.

Ситуация 4. Это как раз то, ради чего существует срочный рынок. Люди спорят между собой по поводу цен разных активов, проигрывая деньги, заработанные своим трудом, полученные в наследство или вырученные от продажи реальных активов (например, квартиры). Возможно, таким способом они удовлетворяют свою потребность играть. Получается, единственная полезная функция срочного рынка – удовлетворять игровую потребность людей.

Тогда вполне логично приравнять срочный рынок к казино, букмекерским конторам и тотализаторам. Мы все читали книги или смотрели фильмы о злоупотреблениях букмекеров. Если объем ставок на то или иное состязание слишком высок, возникает естественный соблазн: сыграть против толпы, организовав нужный исход состязания. Однако для букмекерской конторы это уголовное преступление.

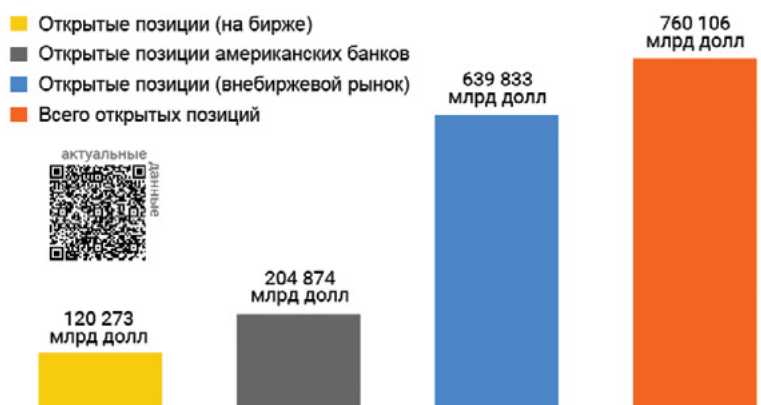
Что-то похожее может быть на срочном рынке. Объем любого реального рынка ограничен. В природе существует конечное (ограниченное) количество акций любой (даже самой большой) компании, конечное количество нефти, зерна, золота. Это могут быть очень большие рынки, но их объем все равно ограничен. Объем ставок (споров) на то, что нефть будет стоить 100\$ за баррель, никем не ограничивается.

Допустим, Вася с Петей поспорили, что нефть через год будет стоить 100\$ и поставили на это по 1000\$. Это ничтожная сумма по сравнению с объемом рынка нефти. А если Вася с Петей поставили на это не 1000\$, а скажем 10^{12} – это уже сопоставимо с объемом рынка нефти. Тут кто-то из них может попробовать организовать нужный результат. Особенно если Вася спорит не с Петей, который в случае чего сможет этому противодействовать, а с огромным числом маленьких Петей, которые ничем ему ответить не смогут, да и вообще «не в курсе». Если в букмекерском бизнесе очень тяжело выявить и доказать договорные матчи, то в финансовой сфере доказать манипуляции еще сложнее.

Мы сами сталкивались с подобными ситуациями еще в 1990-е годы. Тогда Санкт-Петербургская Фьючерсная Биржа «сливала» информацию об открытых позициях одному из крупнейших брокеров – Брокеру № 15 (был такой легендарный персонаж – кто тогда работал, хорошо его знают). На основе этой информации он так манипулировал ценами, что это приводило к принудительному закрытию позиций огромной массы мелких игроков из-за маржинальных требований. Только однажды ему не хватило денег и времени до истечения контракта, чтобы противостоять всему рынку. Это привело к полному обнулению его счета. Бирже пришлось пойти на беспрецедентный шаг – закрыть досрочно контракт. Причем расчетная цена контракта отлучалась от спота более чем на 20%. Иначе биржа просто не смогла бы выполнить обязательства перед контрагентами Брокера № 15.

Наличие крупных игроков на рынке деривативов подтверждается данными об объеме открытых позиций крупнейших американских банков к общему объему открытых позиций.

Соотношение открытых позиций по производным финансовым инструментам на биржевом и внебиржевом рынках и открытые позиции крупнейших американских банков по состоянию на конец первого полугодия 2019 г.



Источники: The Bank for International Settlements (BIS), Office of the Comptroller of the Currency (OCC) (<http://www.occ.gov>)

При этом объем активов банков зачастую в разы меньше, чем объем контрактов по деривативам.

Банк	Активы, млн долл. США	Деривативы, млн долл. США
1 JPMORGAN CHASE BANK NA	2 354 812	55 747 717
2 CITIBANK NATIONAL ASSN	1 459 623	52 637 011
3 GOLDMAN SACHS BANK USA	200 100	49 276 110
4 BANK OF AMERICA NA	1 792 891	22 225 837
5 WELLS FARGO BANK NA	1 699 842	12 086 185
6 HSBC NA	180 699	5 463 985
7 STATE STREET BANK&TRUST CO	238 122	2 368 778
8 BANK OF NEW YORK MELLON	310 148	1 070 200
9 U.S. BANK NATIONAL ASSN	473 138	517 531
10 PNC BANK NATIONAL ASSN	393 267	429 546

Источник: Office of the Comptroller of the Currency (OCC) (<http://www.occ.gov>)

В отношении срочного рынка хорошо подходит такая аналогия: стадо «овец» и несколько «пастухов» (или «кукловодов» в терминологии современного рынка), которые это стадо регулярно стригут и рекрутируют новых «овец» взамен остриженных догола. В принципе, нет ничего страшного в том, что «овцы» и хеджеры теряют деньги. Мир несправедлив и с этим ничего не поделаешь. В конце концов, это их личная инициатива.

Но беда в том, что срочный рынок оказывает влияние на реальные рынки: товарный и фондовый. К нестабильности, которой и так в избытке на этих рынках, добавляется нестабильность, которую привносит срочный рынок. Вот основная причина, по которой давно пора закрыть срочный рынок.

На фондовом рынке повышение капитализации компаний – естественный процесс: бизнес работает, приносит людям пользу, зарабатывает прибыль, создает стоимость для акционеров. Ежедневная работа предприятий – это источник увеличения благосостояния их владельцев.

На срочном рынке нет реального актива, который системно работает на увеличение благосостояния держателей контрактов. Деньги на срочный рынок приносят «овцы» и хеджеры, а забирают «пастухи» и организаторы торговли (биржа, расчетная палата, брокеры и т. п.).

Выводы

- Системно зарабатывают на срочном рынке организаторы торговли и инсайдеры. Выигрыш любого другого участника – это случайное событие, которое легко можно «исправить».
- Срочный рынок не является рынком реальных активов, не создает стоимость и питается деньгами участников.
- Срочный рынок усиливает волатильность реальных рынков и несет угрозу стабильности финансовой системы.

◆ В рамках курса «Аспирантура» следующим читайте материал 5.9. Стоп-лоссы придумали трюсы? Тейк-профиты тоже...

5.4. Где шансов больше: в казино или на срочном рынке?

Многие люди понимают, что казино – это игра, забава, и при большом количестве опытов (ставок) ты рано или поздно проиграешь. Выигравшим всегда есть и будет само казино. Есть и более сложный термин – это игра с отрицательным математическим ожиданием, или, проще говоря, вероятность выигрыша меньше 50% при ставке 1:1. При этом игра на срочном рынке по мнению многих таковой не является, мало того, считается полноценной работой. Давайте оценим вероятности выигрыша в казино и на срочном рынке, сравним их между собой и сделаем выводы.

Казино

Так как исследований на эту тему немало, мы лишь резюмируем итоги игры в казино. Возьмем самый простой способ игры для вычисления вероятности выигрыша – игру на рулетке. Как известно, на рулетке 37 цифр – от 0 до 36. Если постоянно играть на чет или нечет (на красное или черное – аналогично), то вероятность выигрыша $18/37 = 48,65\% < 50\%$.

Происходит это из-за наличия ноля, то есть выигрыш казино можно свести к простому проценту с оборота в размере $1/37 = 2,7\%$. Оборотом можно считать весь объем ставок игроков, сделанных за все время работы рулетки. Именно поэтому для казино неважно, кто из игроков в моменте выиграл, а кто проиграл. Важно, чтобы как можно больше и дольше играли, размер ставок и их количество росло, так как с ростом оборота растет и прибыль казино.

Ставки на отдельные числа, сектора или прочие части рулетки при большом количестве опытов ничего в расчете вероятности выигрыша не меняют – она стремится к 48,65%, то есть меньше половины. Это значит, что рано или поздно вы свои деньги проиграете. Схожая ситуация и в других видах игры в казино. Конечно, при игре на блэкджеке умения игрока могут немного сдвинуть вероятность к 50%, но в среднем доход казино составляет все те же 2,7% от оборота (от объема ставок).

Стоит отметить, что оборот должен быть обеспечен большим количеством ставок, чтобы законы теории вероятностей непременно сработали, именно поэтому в казино существует ограничение на максимальную ставку. Есть ограничение и на минимальную, но это только для того, чтобы игрок не замучил крупье, слишком медленно проигрывая свои деньги, да и рентабельность стола за определенный отрезок времени никто не отменял.

В принципе, казино могло бы убрать ноль с диска рулетки, заменив его обязательным требованием к игрокам платить комиссию с каждой ставки в размере 2,7%, с точки зрения его доходов ничего бы не изменилось (не находите сходство с некоторыми институтами на срочном рынке?).

Любопытно, но при игре в казино ничего не дают (не могут изменить эту вероятность) ни риск-менеджмент, ни мани-менеджмент, при этом почему-то в казино это все понимают, а на срочном рынке эти умные

изобретения считаются существенным (если не основным) навыком, дающим «преимущество» игроку для обеспечения выигрышного результата.

Относитесь к казино как к развлечению, за которое вы просто заплатили как за билет в кино, а стоимость его посчитать достаточно легко: 2,7% от оборота. Пришли, поменяли деньги на фишки, а когда общий объем сделанных вами ставок будет в среднем около 18 000, вы и заплатите за это удовольствие свои 500 руб. Чем не поход в кино или на аттракционы?

Резюме: вероятность вашего выигрыша **48,65%**. Доход казино (ваша плата) с оборота **2,7%**.

Срочный рынок

Для того чтобы понять, каким образом считается вероятность выигрыша на срочном рынке, необходимо согласиться с некоторыми вводными данными и предположениями:

- на срочном рынке мы будем вычислять вероятность выигрыша от обратного: если при игре в рулетку мы вычисляли доход казино из вероятности выигрыша, то на срочном рынке будем вычислять вероятность выигрыша из дохода организатора этой игры – биржи и брокеров, то есть оценим банк, который разыгрывают игроки, вычтем из него неизбежное уменьшение в виде транзакционных издержек, а затем вычислим вероятность выигрыша и плату с оборота;
- срочный контракт, который будет анализироваться, – фьючерс на индекс РТС, датами дивидендных отсечек в нем пренебрегают и, естественно, дивидендов по этому контракту нет;
- игра ведется в течение 2,5 месяцев – период максимальной активности на фактических данных RTS-9.12 с 02.07.2012 по 14.09.2012;
- размер комиссии биржи и брокеров: сбор за регистрацию сделки за 1 контракт: биржа 2 руб. (встречные сделки внутри дня 1 руб. за контракт – предположим, что их половина), брокер 1,65 руб.:

	Объем торгов в контрактах, шт.	Комиссия биржи (включая экспирацию), руб.	Комиссия брокера (включая экспирацию), руб.
За период	66 281 414	201 112 826	220 713 677
Среднее значение за один торговый день	1 205 117	4 820 466	3 976 885

Итого расходы игроков на комиссию 421 826 503

- объем денежных средств, находящихся в игре, равен среднедневному объему открытых позиций, помноженному на размер гарантийного депозита, вариационную маржу можно рассматривать как фишки, которые периодически переходят от одного игрока к другому. Ставка, которая в моменте находится в игре, есть ничто иное, как гарантийный депозит, при этом неважно, что она может быть не проиграна полностью или,

наоборот, размер выигрыша будет равен этой ставке. Среднее значение объема открытых позиций в период со 2.07 по 14.09 равно 77 млрд руб. При гарантийном объеме в 10% сумма, которая разыгрывалась, равна 7,7 млрд руб. – назовем ее банк розыгрыша;

- размер движений большого значения не имеет, так как перераспределяет деньги из карманов одних игроков другим. Нам же важно понять, как на этот розыгрыш влияет комиссия, которая неизбежно уменьшает банк, который разыгрывают игроки между собой. Так как размер гарантийного депозита имеет корреляцию с волатильностью рынка (фактически размером движений и, как следствие, размером выигрыша), то это аналогично стоимости фишек, которые поставили на рулетке. Сам по себе размер ставок на вероятность выигрыша никак не влияет, он лишь пропорционально увеличивает оборот, с которого казино берет свою комиссию, как, впрочем, и биржа с брокерами, а вот сумма комиссии неизбежно влияет на вероятность выигрыша. Что интересно, волатильность индекса за месяц в среднем 15-20%, а среднее историческое отклонение от месяца к месяцу 5-10%, то есть в течение жизни каждого контракта игроки фактически играют на размер гарантийного депозита в соотношении «ставка – выигрыш», близким к 1:1, как и при простой игре на рулетке;
- непредсказуемость поведения рынка на столь коротком промежутке времени (1-2 месяца), то есть победа «быков» или «медведей» носит случайный характер. Среднестатистическая доходность индекса в долгосрочном периоде в размере 1,3% в месяц (да еще за вычетом ставки долгового финансирования 0,8% в месяц) по сравнению с размерами волатильности и среднего отклонения в месяц на таких сроках практически не оказывает влияния;
- доля хеджеров 10% – экспертная оценка. Говорить о том, что на срочном рынке совсем нет составляющей положительного математического ожидания, не совсем правильно. Она там есть и приносится туда хеджерами. В общих чертах механизм такой: хеджеры, в долгосрочном периоде владея акциями, получают среднестатистическую доходность этого инструмента 15-17% годовых (доходность индекса на длинных окнах). Если предположить, что фьючерс среднестатистически отстоит от спота на размер долговой ставки (например, 10%), ставку именно этой доходности и получают хеджеры, «жертвуя» все что выше нее игрокам на фьючерсном рынке, то есть $17 - 10 = 7\%$ годовых. Предполагая долю хеджеров и сроки контрактов, несложно посчитать среднестатистический приток этих средств в доход игроков:

$77 \text{ млрд} * 10\% * 7\% * 2,5 \text{ мес.} / 12 \text{ мес.} = 112 \text{ млн руб.}$

Если же понаблюдать за отклонениями цены фьючерсного контракта и спота, то можно заметить, что разница редко составляет ставку долгового финансирования, что говорит об отсутствии заметного влияния хеджеров

(так как именно их сила держит это отклонение, не давая сжиматься и расширяться) и указывает на подавляющее количество спекулянтов и то, что они просто играют, заключая сделки пари. Об этом же говорят и крайне маленькие сроки контрактов (активность и ликвидность на ближайших контрактах – 2-3 мес.). Если оценить, какой должна быть надбавка на таких сроках фьючерсного контракта к споту (10% / 12 мес.) * 2 мес. = 1,7%, то вовсе становится понятно, что это сопоставимо со спредом (особенно при старте контракта) и не является значимым отклонением. Тем не менее, оставим оценку доли хеджеров в 10%, хотя на нашем рынке она, скорее всего, меньше;

- потери игроков не будут полными, если мы не учтем влияние на банк, который находится в розыгрыше, различных злоупотреблений: инсайдеров, фронтраннеров и прочих манипуляторов. Эту статью расходов мы можем предположить лишь экспертно: оценим ее как половину доходов брокеров на контракте, то есть около 100 млн руб.

Сведем все данные в таблицу:

Банк розыгрыша	7 700 млн руб.
Потери игроков	
Комиссия биржи	-201 млн руб.
Комиссия брокеров	-221 млн руб.
«Комиссия» инсайдеров, манипуляторов и пр.	-100 млн руб.
Подарок от хеджеров	112 млн руб.
Итого банк розыгрыша	7 290 млн руб.
Комиссия «казино» срочного рынка	5,32%
Вероятность выигрыша	47,34%

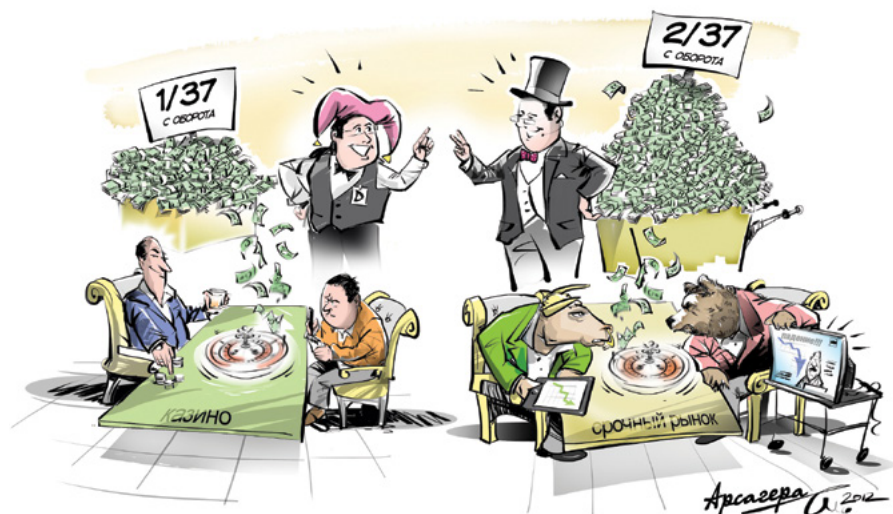
Даже если исключить из расчета «комиссию» инсайдеров, манипуляторов и пр. (это для тех, кто считает, что на срочном рынке работают только кристально честные люди и никто никогда, например, не будет двигать котировки для принудительного закрытия позиций), ваша вероятность выигрыша — **47,99%**, а доход «казино» срочного рынка (ваша плата) с оборота — **4,03%**.

Несложно подсчитать, что в год (12 контрактов по 15-м числам) объем транзакционных издержек игроков на срочном рынке составит около 5 млрд руб. Объем сопоставим с банком, на который играют, то есть 7-8 млрд руб. А это значит, что, как и в казино, игроки проигрывают ВСЁ. Сопоставляя эти цифры, несложно подсчитать, что средний срок жизни депозита составляет 1,5 года. Не правда ли, убедительное обоснование печальной статистики игроков на срочном рынке, просачивающейся из недр брокерских отчетов.

Можно, конечно, просто купить/продать и ждать исхода по результатам экспирации. Если не дергаться в течение жизни контракта, тогда плата за организацию пари будет небольшой – всего $(0,02\% + 0,0165\%) * 2 = 0,073\%$.

Но по факту (это видно из биржевого оборота), уплаченные игроками комиссии огромны и приводят к столь печальным результатам, делая игру в классическом казино занятием более «выгодным», нежели «работу» на срочном рынке. Следует отметить, что результаты подобных расчетов по фьючерсам на валюту, скорее всего, будут еще более плачевными, потому что там отсутствует положительный приток средств от хеджеров, так как валюты не являются активом, генерирующим доход, в отличие от акций.

Игра на опционах принципиально не меняет суть сделки на срочном рынке – она остается сделкой пари, на опционном рынке ее можно рассматривать аналогично ставкам на числа или сектора, но уже на «диске рулетки» срочного рынка.



Выводы и советы УК Арсагера

- Исходя из фактических данных, вероятность выиграть в казино у игрока выше, чем на срочном рынке.
- Если мы знаем, что казино – игра, то «работа» простого трейдера на срочном рынке игра вдвойне.
- Бесполезность мани- и риск-менеджмента с целью увеличения вероятности выигрыша в казино очевидна, эти же приемы не в состоянии изменить вероятность выигрыша на срочном рынке, они лишь растягивают «удовольствие» от игры и увеличивают доходы организаторов, но не тех, кто ими пользуются.
- Хотите поиграть – идите в казино. Нравится играть, чувствуя причастность к «избранным», играйте на срочном рынке. Можно увеличить вероятность

выигрыша (правда, она все равно будет меньше 50%), если меньше дергаться – открыть контракт и держать до экспирации как до окончания результатов вращения «чертового колеса» (диска рулетки). Исходя из среднестатистических отклонений индекса за месяц, выигрыш/проигрыш может составить размер гарантийного депозита, то есть 1:1.

- На рулетке никто не берет деньги за обучение игре, скорее наоборот – вам заплатят в виде льготных фишек и пр. На срочном рынке за обучение «ремеслу» и за «выигрышную торговую систему» вы часто платите, причем добровольно. В казино предлагают бесплатный алкоголь, чтобы игрок как можно дольше не останавливался и ловил удачу, на срочном рынке вам для веры в успех устраивают конкурсы и интервью со «счастливчиками», всевозможными «гуру» и «профессионалами». В казино никто не будет говорить (впрочем, вы и слушать не будете подобную ересь), что чем больше вы сделали ставок и проиграли, тем больше знаний и опыта вы приобрели, на срочном рынке это в порядке вещей, а главное этому почему-то верят. И уж тем более в казино никому не придет в голову предложить вам сыграть в рулетку на ваши деньги за процент от выигрыша, на срочном рынке это почему-то нормальная практика.

P.S. Читатели неоднократно обращали наше внимание на то, что в данном материале неплохо было бы периодически обновлять расчет. Мы делали это несколько раз, несмотря на трудоемкость. Результаты аналогичны первому исследованию. Мы решили оставить самый первый расчет, показывая тем самым, что с годами ситуация не меняется и, скорее всего, не изменится в будущем. Бессмысленно надеяться на изменение вероятности выигрыша в рулетку, освежая статистику каждый год.



Видеоматериалы по теме на канале «Арскагера» в YouTube: плейлист «Лекториум».

5.5. Опционы: беспроигрышный проигрыш?!

Первое знакомство с опционами рождает чувство эйфории. Ведь как это здорово – иметь фиксированные потери и неограниченный выигрыш (кстати, очень напоминает лотерейный билет – выиграть можно много, а билет может быть и недорогим, причем чем дешевле билет, тем ниже вероятность выигрыша, то есть определенное сходство налицо). Покупаешь опцион и чувствуешь себя защищенным: угадал движение – заработал. Представляешь себя продавцом опциона, и мурашки бегут по коже – ведь, получив определенную сумму, ты взамен можешь проиграть ВСЕ деньги! Страшно! Вот здесь и возникает первый вопрос: «Кто же их продает? Кто эти люди?» Об этом позже, но этот нюанс обязательно запомните.

Описанный выше психологический аспект в экономической природе не может быть не выражен в денежных единицах. По этому поводу одна история из финансовой юности:

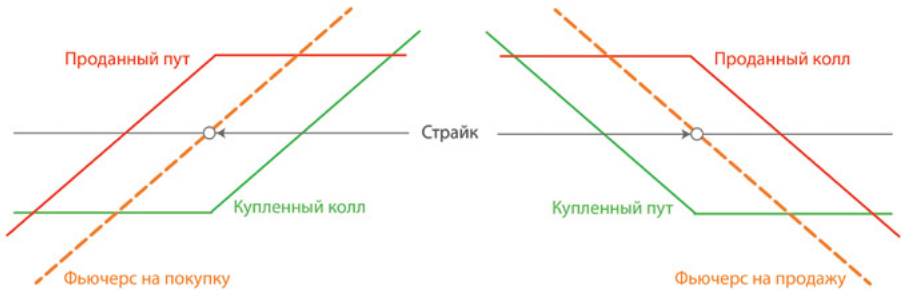
Дело было на фьючерсной бирже – сидели трейдеры и рассуждали о грядущей динамике курса доллара, я мирно наблюдал со стороны. Вдруг в какой-то момент, вдоволь нагаллюцинировавшись (иначе назвать эти рассуждения сложно), они пришли к общему мнению, что доллар по отношению к рублю будет снижаться, и, взяв карточки, направились в яму (тогда не было электронных торгов и сделки совершались в яме классическим образом через маклера). Я спросил: «Вы будете продавать фьючерс или покупать путы?» Они засмеялись, видя мою неопытность: «Мы будем продавать коллы!» Потом они мне объяснили, что в этом случае заработок больше, так как в случае движения путы дорожают меньше, чем дешевеют коллы.

Спустя много времени стало понятно, что психологический комфорт стоит денег, и есть мнение (и, наверное, статистика это подтверждает), что в долгосрочной перспективе средний отрицательный результат продавцов опционов лучше отрицательного результата покупателей опционов – эта разница и есть плата за удобство владения опционом. Большинство участников на срочном рынке проигрывают (так как это все равно рынок не реального актива, а по смыслу рынок пари – об этом в материале «Кто выигрывает на срочном рынке»), а рынок опционов – это просто пари на пари или, если кому-то так будет понятнее, вторая производная от реального актива (фьючерс – это первая). Благодаря вышеописанному эффекту на срочном рынке существуют беспроигрышные стратегии (они же арбитражные) – об этом ниже.

Синтетика всего

Известно, что покупка опциона колл и продажа опциона пут по одному страйку – это купленный фьючерс, соответственно покупка пута и продажа колла по одному страйку – это проданный фьючерс. Это так называемые синтетические фьючерсы. С точки зрения финансового результата они ничем не отличаются от фьючерса, заключенного напрямую.

Несложно догадаться, что, комбинируя два инструмента, можно получить третий в виде синтетики. Например, продаем фьючерс, покупаем колл, получаем купленный пут. А покупая фьючерс и продавая колл, получаем проданный пут. И так далее.



Беспроегрывные стратегии

Если вы не боитесь купить или продать фьючерс (фактически работать с плечом), то почему боитесь продать опцион? Действительно, так ли важно иметь возможность неограниченного роста взамен неограниченного убытка? Причем, любопытно, что покупая у вас опцион, покупатель платит в премии опциона и премию за психологический комфорт. Именно эта премия за психологический комфорт и отклоняет порой цену опциона в ту или иную сторону, особенно в моменты сильных движений на рынке реального актива. Именно это позволяет купить или продать синтетический фьючерс, пут или колл по цене, отличающейся от цены по этому инструменту напрямую и, как следствие, поймать арбитраж. То есть, например, фьючерс торгуется по 100, а синтетика по 102. Покупаешь простой фьючерс и продаешь синтетический. В итоге получаются встречные позиции и минимальный уровень обеспечения, а норма прибыли может быть огромной. Вот и ловят шустрые ребята прибыль на эмоциях. Вы тоже можете попробовать. А вот хватит ли на вас места – это вопрос. Существуют же профессиональные игроки в карты на деньги. Вы видите себя среди них?

Для любителей математики

Мы уже не раз упоминали об активах, которые обладают положительным математическим ожиданием. Так, курсовой рост реальных активов по отношению к деньгам – это просто вопрос времени: рано или поздно это расстояние будет пройдено. Фьючерс же – это первая производная от этого расстояния и, как следствие, это скорость, то есть попытка угадать, за какое время это расстояние будет пройдено. Темпы скорости на коротких окнах (коими и являются сроки фьючерсных и опционных контрактов) непредсказуемы! Про опционы и говорить не приходится, это ускорение – попытка угадать на этих же коротких окнах темпы изменения скорости! Наверное, можно и еще накрутить производных (приходилось сталкиваться и с более экзотическими вещами), но суть от этого не меняется, оторванность от реальных активов –

«угадайка» и пари. Или можно проще – это рулетка, но это рулетка с очень большими издержками (об этом в выводах) и, как следствие, отрицательное математическое ожидание здесь намного выше!

Магическое слово – страховка, нет, еще круче – хеджирование!

Управляющий со знающим видом говорит: «Купил на рынке акций и захеджировался от падения покупкой опционов пут». Продажа акций, по всей видимости, хеджируется покупкой опциона колл. Нет, ну ведь какой молодец! Только давайте разберемся, кто же оплачивает эту страховку? В страховом бизнесе – это понятно, участники страхования, по сути, сбрасываются в некий фонд, который в конечном итоге и выплачивается потерпевшим. В развитых странах статистика четко показывает, что объем выплат равняется объему страховых взносов, а деятельность страховой компании оплачивается из временной разницы поступления взносов и наступления выплат, или, проще говоря, пока деньги не выплачены страховщик успевает заработать на них проценты, на которые и живет.

Где же на срочном рынке этот фонд? И кто эти благодетели, которые любезно оплачивают твои потери? Наверное, это биржа, брокеры, инсайдеры и арбитражеры! По сути, эти схемы – не что иное, как ограничение доходности базового производительного актива – акций, остальные нагромождения – это просто комбинаторика, и предела этому с точки зрения «поизгалаться» нет. Приобретая опционы постоянно, ты просто будешь терять в долгосрочной перспективе их премию, оплачивая ее из доходности базового актива.

Выводы

- Все гениальное – просто: акции – труд – прибыль (подробнее о взаимосвязи курсовой стоимости акций и прибыли компании можно прочитать в материале «От чего зависит курсовая стоимость акций?»). Держитесь реальных активов!
- Наше мнение: срочный рынок – это рынок пари. Игроки играют, только с денег, которые они проигрывают друг другу, забирают свои деньги биржа (комиссии, которые у них получаются с плечом), брокеры (комиссии, иногда спреда), инсайдеры и прочие злоумышленники (например, те, кто знает, куда нужно двинуть котировку, чтобы у клиентов начались маржин коллы) и арбитражеры (магистры беспроигрышных стратегий).
- В конечном итоге вы с большой долей вероятности проиграете на срочном рынке все этим удачливым участникам.

P.S. Не убедило? Тогда смело на срочный рынок покупать опционы. Там, наверное, есть люди, которым ваши деньги нужнее...

Важно: не путайте биржевые опционы с таким понятием, как опционы, которые выписываются крупными акционерами или самой компанией менеджменту и используются как механизм мотивации, – это совсем другая история.

- В рамках курса «Факультатив» следующим читайте материал 6.7. Интеллект фондового рынка.

5.6. Иллюзионисты в мире финансов: структурированные продукты

На финансовых рынках существует множество маркетинговых ходов для привлечения клиентов. Одним из таких ходов являются структурированные продукты, которые на первый взгляд кажутся панацеей от всех бед, но лишь на первый взгляд.

Структурированные продукты могут называться по-разному – структурные продукты, инвестиционные инструменты с защитой капитала, индексируемые депозиты. Все они позиционируются как уникальная возможность получить выгоду в «хорошие дни» и защитить вложенные средства в «плохие дни». Звучит хорошо, но, к сожалению, зачастую происходит так, что стоимость этой защиты перевешивает возможные выгоды, особенно когда за нее берут дополнительные деньги.

Что такое структурированные продукты?

Структурированные продукты – это такие инвестиционные продукты, которые должны позволить защитить изначально вложенную сумму и одновременно могут позволить получить прибыль от роста стоимости тех или иных активов (например, ценных бумаг, товаров или валют).

Комбинаций может быть безграничное множество, лишь бы продукт продавался. Мы рассмотрим два основных типа структурированных продуктов:

- состоящих из комбинации облигаций и акций;
- состоящих из комбинации облигаций и опционов.

1-й случай. Облигации и акции

Часто консервативным инвесторам любят предлагать такой «продукт»: инвестируете в облигации, а на доходы от облигаций покупаете акции. Риски ограничены, прибыль может быть выше, чем просто вложения в консервативные облигации, – на вид классический структурированный продукт. За его составление вы платите инвестиционной компании или банку. Однако на самом деле от структурированного продукта здесь лишь маркетинговая упаковка, ведь определенная комбинация акций и облигаций – это частный случай составления инвестиционного портфеля. Такой «продукт» может сконструировать любое частное лицо, и для этого не нужны специальные знания. Кстати, из-за налогообложения для частных инвесторов даже разумнее использовать банковский депозит, а не облигации.

В случае акций это, наверное, неплохой психологический прием для того, чтобы «сомневающемуся» инвестору-новичку начать вложения в акции. Мы все мысленно присваиваем максимальный коэффициент риска всему, что не понимаем. Потом, по мере знакомства с акциями, человек сможет выбрать то соотношение акций и облигаций в своем портфеле, которое ему действительно подходит и отвечает его целям.

2-й случай. Облигации и опционы

Если в первом рассмотренном варианте в «маркетинговой упаковке» структурированного продукта были производительные активы, то в данном случае появились опционы.

Опцион – это сделка пари, спор, шансы выиграть в котором 50%, но за возможность заключить этот спор организатор торговли опционами возьмет с вас плату. Поэтому опционы – это такой же инструмент с отрицательным математическим ожиданием, как рулетка или лотерея. Чем больше сделок с опционами или ставок на рулетке вы совершаете, тем больше вероятность того, что их общий результат будет отрицательным.

Для того чтобы продемонстрировать абсурдность идеи комбинирования облигаций и опционов, можно составить такой шуточный «структурированный продукт»: большая часть, примерно 90%, начальной суммы инвестируется в облигации, а на оставшуюся часть (потери по которой, «если что», компенсируют доходы от облигаций) приобретаются лотерейные билеты. Также на проценты от облигаций можно играть в покер, преферанс или рулетку. Такой вариант может показать доходность даже выше, чем у комбинации «облигации + опционы».

Инвестиционная байка

В 1996 году проходили выборы Президента России. И тогда была высока вероятность победы КПРФ (Г.А.Зюганова). В связи с этим один человек придумал для себя структурированный продукт, состоящий из самых «длинных» МКО СПб (муниципальных казначейских облигаций) и тушенки. В случае победы Б.Н.Ельцина «выстрелят» МКО, в случае победы КПРФ – тушенка.

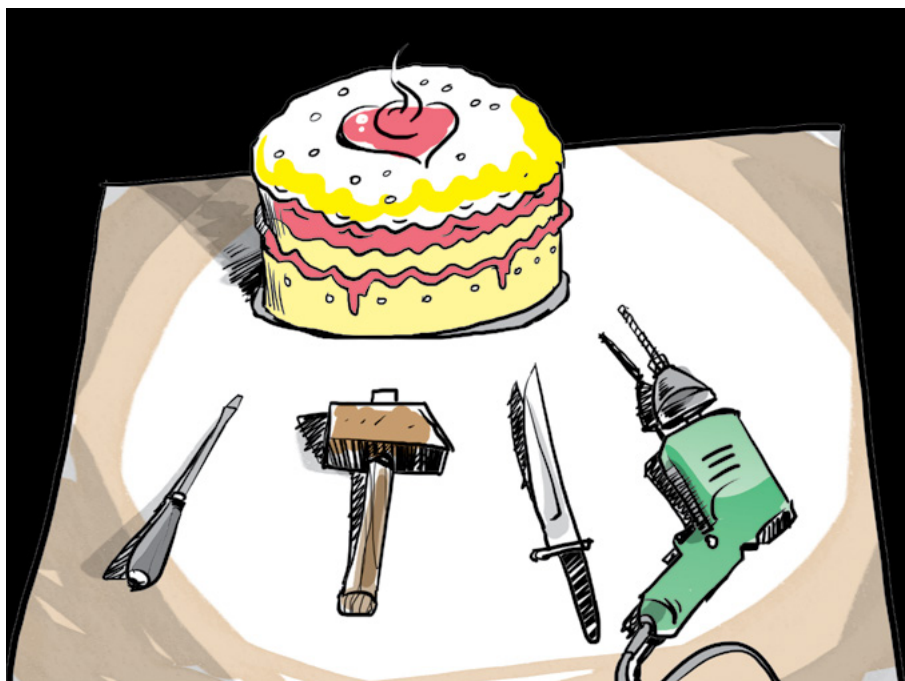
Системно зарабатывать на продуктах с отрицательным математическим ожиданием могут только казино, организаторы лотерей или организаторы торговли опционами. Ваши доходы от облигаций – это ваши деньги, и вы можете их тратить как угодно, в том числе одним из этих способов. Ни один из них при этом не является производительным активом, за которым стоит созидательный человеческий труд. Поэтому их приобретение является еще одним вариантом потратить деньги на развлечения.

Общие недостатки структурированных продуктов

1. Структурированные продукты преподносятся частным инвесторам как что-то сложное и недоступное «простому обывателю», как уникальный продукт, хотя на самом деле это не более чем консультация, помощь в заполнении инвестиционной декларации. Только получается, что это очень дорогая консультация.

Удивительно, но, несмотря на то, что опционы обладают отрицательным математическим ожиданием, структурированный продукт с опционами еще и стоит дороже чем описанный в первом случае. А связано это опять же с продвижением «уникальности» и «сложности» продукта.

2. «100%-ная гарантия» возврата вложенных средств написана в кавычках не случайно. Предполагается, что гарантия возврата достигается путем вложения большей части начальных инвестиций в надежные продукты (депозиты и облигации), но на самом деле возврат средств по данным инвестициям на 100% не может гарантировать никто. Любой вариант вложения, даже депозит в Сбербанке, застрахованный в АСВ, имеет вероятность потерь. Вопрос в оценке вероятности этих потерь.
3. Структурированный продукт, по которому не получена прибыль, даже с учетом того, что основная часть вложенных средств вернется, убыточен. Потеряны проценты, которые были заработаны по облигационной части портфеля, а это, как минимум, означает потерю покупательной способности денег.



Выводы

- Структурированные продукты – это не более чем рекламный трюк, выдумка продавцов, которые говорят клиенту то, что он хочет услышать.
- Сложные структурированные продукты своей наукообразностью часто просто создают иллюзию сохранности.
- Пользу вашему благосостоянию могут приносить только производительные активы: акции, облигации, недвижимость, и то при соблюдении определенных правил техники безопасности.

5.7. На кого работает технический анализ?

«Графики цен великолепны, чтобы предсказывать прошлое».

Питер Линч

Первое знакомство с техническим анализом рождает чувство эйфории. Люди, которые заинтересовались инвестициями, ценными бумагами, фондовым рынком, видят курсовые колебания акций – несколько процентов в день, а то и больше. Они вспоминают, что в банке они получают такой доход за полгода-год, но их пугает непредсказуемость рынка. А тут такое соблазнительное предложение: не надо ничего знать про бизнес компании – вся информация заложена в графике. Ощущение, что ты теперь можешь зарабатывать своим умом, невероятно повышает самооценку. В этот момент ты уже видишь себя миллионером. Однако техническим анализом пользуются миллионы людей, но среди них практически нет миллионеров, а реальные миллионеры, как правило, не пользуются техническим анализом. Почему?

Как брокеры используют технический анализ

Технический анализ – это гениальное изобретение для брокерских компаний. Брокер зарабатывает комиссию с каждой сделки. Чем больше совершается сделок, тем больше комиссия. Ключевая маркетинговая задача любой брокерской компании – стимулировать клиентов к совершению сделок. Технический анализ для этого подходит как нельзя лучше.

Большинство брокеров организуют курсы по обучению техническому анализу. Здесь каждый найдет что-нибудь по душе: люди с хорошим образованием и аналитическим складом ума – широкий выбор осцилляторов, те, кому лень разбираться в сложной статистике – детские рисунки: «голова и плечи», «двойное дно», «флаги», «вымпелы» и т.д., а поклонники эзотерики – числа Фибоначчи, волны Эллиота. И никто не сможет устоять перед обаянием «японских свечей».

Технический анализ и статистика

Однако нет ни одного подтверждения, что все это реально работает. Все эти картинки найдены и наложены на график постфактум. Существует любопытное исследование: изучение огромного числа американских акций за 50 лет показали – после появления фигуры «голова и плечи» цена с равной вероятностью может пойти как вверх, так и вниз. Возможно, если кто-то этим озадачится, то получит такой же результат и для других приемов технического анализа.

В тот момент, когда человек становится адептом технического анализа, для него теряется физический смысл инвестирования в акции. Он перестает, покупая акции, владеть бизнесом и превращается в игрока на колебаниях, попадая в особую разновидность финансового казино.

У рынка акций есть положительная среднестатистическая доходность. Если человек, использующий технический анализ, достаточно долго находится в бумагах и не очень часто совершает сделки, он волей-неволей без технического анализа может получить положительный финансовый результат, хотя, скорее всего, проиграет индексу. Однако если сделки совершать часто, использовать кредитное «плечо» и «шорты», никакая положительная среднестатистическая доходность рынка акций уже не поможет.

Например, на рынке Форекс, где по определению присутствует отрицательное математическое ожидание, никакой технический анализ не позволяет обеспечить положительный результат в долгосрочной перспективе. Это при том, что технический анализ является основным инструментом форекс-трейдеров.



Почему мы не используем технический анализ

Большинство специалистов УК Арсагера хорошо знакомы с инструментами технического анализа. Однако при управлении ценными бумагами технический анализ мы не используем. Предположим даже, что некоторые инструменты технического анализа позволяют с определенной долей вероятности предсказывать движение цен. Но мы считаем, что не существует способа сравнивать привлекательность разных акций между собой, используя при этом методики технического анализа. Это можно делать только на основе данных об экономике компаний.

Мы не стремимся критиковать технический анализ. Пропаганда брокеров ежедневно вербует тысячи новых приверженцев. Мы благодарны тем, кто использует технический анализ, принося себя в жертву рынку, повышая его ликвидность и обеспечивая комфортные условия для инвесторов.

Возможно, это не так уж плохо, если благодаря техническому анализу люди начнут инвестировать в российскую экономику. Положительная среднестатистическая доходность фондового рынка может позволить заработать даже им. Если кто-то пойдет дальше и сможет разобраться, мы постараемся помочь ему в этом.

Выводы

- Технический анализ является замечательным маркетинговым инструментом, направленным на максимизацию числа сделок, что приносит деньги брокерам.
- Благодаря своей простоте и самодостаточности технический анализ позволяет поверить в осмысленность действий при совершении сделок. Причем те, кто учатся техническому анализу, и те, кто учат, в него искренне верят.
- Технический анализ не позволяет определить движение рынка, но благодаря ему люди покупают акции – инструмент с положительной среднестатистической доходностью и, как следствие, все равно имеют возможность зарабатывать.

Мы говорим СПАСИБО техническому анализу, потому что он помогает людям начать покупать акции, заниматься инвестированием, заботиться о своем Будущем.



Видеоматериалы по теме на канале «Арсгера» в YouTube: плейлист «Лекториум».

5.8. Кто выигрывает на «плечах» и «шортах»?

«Фондовый рынок устроен так, чтобы перераспределять деньги от Активных к Терпеливым»

Уоррен Баффет

Брокерская компания живет тем, что получает комиссию от каждой совершенной сделки. Чем больше оборот, тем больше комиссия. Все усилия брокера направлены на то, чтобы увеличить оборот. Для этого организуют бесплатные семинары: «Технический анализ», «Стратегия внутрисуточного трейдинга», «Скальпинг – умение делать деньги». Для этого проводят конкурсы трейдеров, где победители зарабатывают 1000%, совершая 2,5 сделки в минуту. Возникает вопрос: какую максимальную комиссию можно получить с клиента? Ответ поражает воображение – в пределе с клиента можно получить все деньги, которые он принес для приобретения акций! Как?

На чем же зарабатывают брокерские компании?

На первый взгляд комиссия брокера очень скромная – в среднем 0,1% от объема сделки. Допустим, вы приносите в брокерскую компанию 100 000 руб., чтобы купить акции Газпрома, ЛУКОЙЛа, Сбербанка, Норильского никеля, Транснефти. За эту сделку вы заплатите 200 руб. Согласитесь – мелочь. Особенно если вы купили эти акции, а продавать планируете лет через пять.

Но вас вежливо пригласят на бесплатный семинар, где расскажут, что на акциях можно хорошо заработать, но для этого надо подучиться. И это звучит очень логично.

Хотя для того, чтобы начать инвестиции в акции, достаточно знать два простых факта:

1. Биржевой индекс растет в долгосрочной перспективе, несмотря на временные снижения и постоянные колебания.
2. 80% активных игроков проигрывают биржевому индексу, и только 7% удается заработать больше.

Вместо этого вам расскажут о множестве приемов торговли и сигналах к покупке/продаже. Это совершенно заурядная ситуация, когда клиент под влиянием технического анализа оборачивает свой портфель ежедневно и платит 200 руб. брокеру не раз в пять лет, а каждый день.

Брокерская услуга «плечо»

Но самая гениальная «придумка» брокеров – это leverage, по-русски «плечо». Официально это называют маржинальной торговлей. Исторически это классическая банковская операция – кредитование под залог ценных бумаг.

Как это работает? Вы купили акции Газпрома, ЛУКОЙЛа, Сбербанка, Норильского никеля, Транснефти. Это ликвидные акции – брокер хорошо

знает, что в любой момент он сможет продать ваши акции, чтобы вернуть свои деньги. Вы выбрали эти акции и ожидаете, что они принесут доход.

И тут вам поступает от брокера соблазнительное предложение. Он готов предоставить в кредит дополнительно еще 100 000 руб. Если эти акции вырастут на 30%, то, вложив 100 000 руб., вы заработаете 30 000 руб. А используя кредит, получите еще 30 000 руб. (за вычетом «небольших» процентов за кредит). Правда, заманчиво? Особенно если технический анализ уже вселил уверенность, и гордость переполняет от мысли, что зарабатываете своим умом!

Но есть и другая сторона. Если выбранные акции упадут на 30%, ваши убытки 30 000 + 30 000 + % за кредит. И от ваших 100 000 руб. останется меньше 40 000. Конечно, это не означает, что весь ваш проигрыш перейдет к брокеру. Он перейдет к «терпеливым», но комиссия брокера вырастет как минимум вдвое. Здорово придумано?

Вот это и есть «плечо». Когда говорят, что брокер дает «плечо» 1:2, это означает, что при ваших 100 000 руб. вам дополнительно дадут 200 000 руб. Но это также означает, что при неблагоприятном движении рынка на 50% вы останетесь без своих денег. Комиссия брокера в любом случае вырастет в 3 раза. Вы платите уже не 200 руб., а 600. Смело требуйте скидку!

Кроме того, при неблагоприятном движении рынка ваши акции будут проданы без вашего согласия, когда остаток на вашем счете приблизится к определенному критическому значению. Или от вас потребуют внести дополнительную сумму – margin-call (маржинальное требование). Мы не будем здесь углубляться в тему злоупотреблений, когда крупные операторы, обладая информацией о том, когда у клиентов возникнет margin-call, используют это.

Законодательство устанавливает ограничение максимального «плеча» для брокерских компаний в зависимости от уровня риска залогового обеспечения и категории инвестора. На практике для акций оно составляет всего 1:1 – 1:4,5. Это выглядит смешно на фоне рынка Форекс. Лицензированные Банком России форексные конторы могут предоставлять «плечо» 1:50, а всевозможные офшорные «кухни» в интернете дают 1:100 и более. Это значит, что даже незначительное движение «убьет» ваши деньги. А комиссия брокера может превышать размер вашего проигрыша.

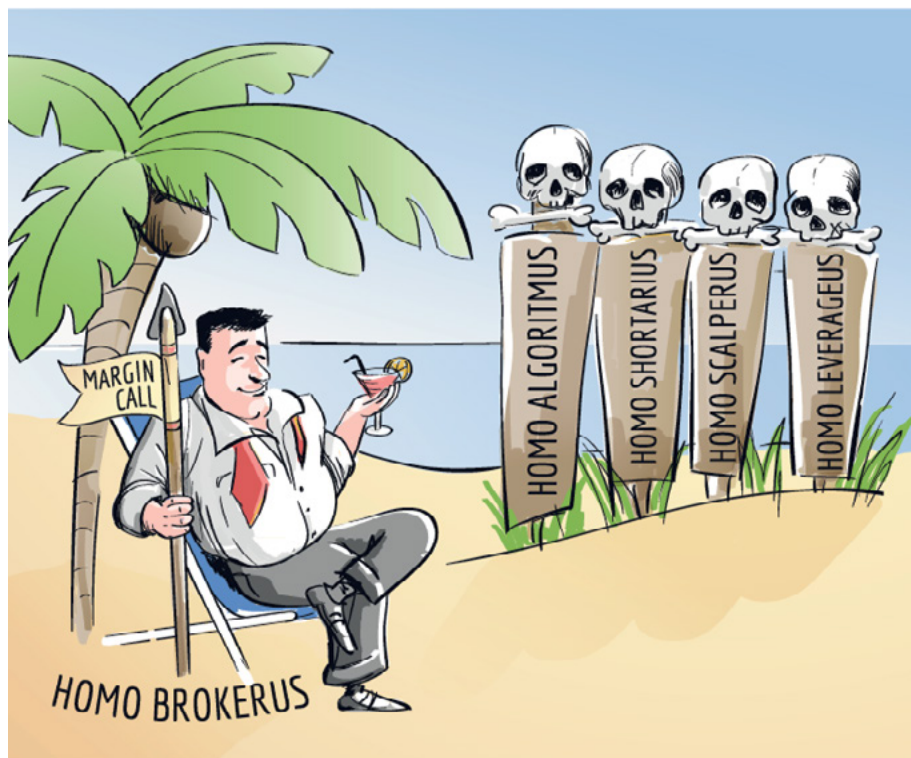
Форекс-клубы вплотную приблизились к «заветной мечте» брокера – заполучить все деньги клиента. Учитывая, что реальные сделки форекс-контора, как правило, не заключает, вы не покупаете реальной валюты, совершая сделку на рынке Форекс, а фактически играете против своего брокера и по его же правилам. И рано или поздно ваши деньги переходят брокеру в виде комиссии, спреда или злоупотреблений.

Брокерская услуга «шорт»

Еще одна гениальная находка брокеров – это «шорт», или «короткая продажа» (от английского слова short). Например, вы считаете, что акции Ростелекома,

ВТБ и «Роснефти» в ближайшее время снизятся. Вы их продадите и будете сидеть на деньгах. Но на бесплатном семинаре перед вами поставят новую «достойную» цель – надо учиться зарабатывать как на росте, так и на падении! Ваш брокер тут как тут и предлагает вам взять эти акции в долг. Вы их сможете тут же продать, а потом, «когда они упадут», откупить дешевле. Разница будет вашим выигрышем, хотя брокер не забудет взять с вас процент за использование акций.

Однако если акции будут расти, вам придется откупать их дороже, чтобы вернуть взятые в долг акции. Обеспечением этого кредита опять будут ваши деньги. При осуществлении коротких продаж также можно использовать «плечо». Мы не будем здесь углубляться в порочность самих «коротких продаж».



Используйте брокеров с умом!

Брокер предоставляет вам «прекрасный ассортимент». Семинарами, «плечами» и «шортами» он более чем в 10 раз может увеличить свой доход. Чем больше вы проводите сделок, тем больше ваших денег переходит брокеру. Не воспринимайте этот материал как антиброкерскую пропаганду. Позитивная функция брокера в том, чтобы обеспечить доступ инвесторов к

фондовому рынку. Тем не менее, всегда будут люди, которые хотят поиграть на колебаниях ценных бумаг. Точно также казино никогда не останутся без клиентов. Но клиенты казино, как правило, хорошо знают, как зарабатывать казино. Клиенты брокеров тоже должны понимать, для чего нужны различные услуги брокеров.

В разговоре с дружественным нам брокером он сетовал: «Жалко, хорошие клиенты так быстро «умирают», а на «инвестиционных бакланах», которые купят и сидят, много не заработаешь».

По нашему мнению, квалификация инвестора выражается не в частоте совершения сделок, не в использовании разнообразных возможностей, предлагаемых брокером, не в операциях со сложными финансовыми инструментами. Квалификация инвестора определяется умением сравнивать акции между собой и находить лучшие.

Выводы

- Помните: рынок акций – не казино. Вы приходите туда не играть, а удобно и технологично становиться владельцем эффективного бизнеса.
- Не используйте «плечо» и не совершайте коротких продаж (не играйте на понижение). Это игра, а не инвестиции. Если вы покупаете акции без «плеча», никто и никогда не сможет продать их без вашего разрешения.
- Помните слова У. Баффета: «Лучшее время для продажи акций – никогда». Мы в УК Арсагера добавляем к этому: «Акции стоит продавать только тогда, когда вы нашли другие, более хорошие».

■ В рамках курса «Университет» следующим читайте материал 5.10. Использование инсайда.

5.9. Стоп-лоссы придумали трусы? Тейк-профиты тоже...

Стоп-лосс (stop-loss) – это способ ограничения убытков при управлении портфелем. Фактически это поручение закрыть позицию (продать ценные бумаги) при неблагоприятном движении цен. Наоборот, тейк-профит (take-profit) – поручение закрыть позицию при благоприятном изменении цен. В этом материале мы обсудим практику применения стоп-лоссов и тейк-профитов, а также дадим некоторые рекомендации об их использовании.

Наиболее широко такой прием как стоп-лосс используется в торговых системах на основе технического анализа. Не путайте торговую систему и систему управления капиталом – названия похожие, а суть разная.

Торговая система – это, как правило, определенный набор индикаторов технического анализа. Создатели торговых систем для каждого инструмента финансового рынка (например, для каждой акции) пытаются подобрать такой набор индикаторов и так настроить их параметры, чтобы повысить вероятность угадать движение цен.

Как используются стоп-лоссы и тейк-профиты?

На случай, если сигнал о совершении сделки при использовании торговой системы не оправдал себя, используется страховка – стоп-лосс. Если размер стоп-лосса устанавливается на уровне 5%, а вы купили акцию за 100 руб., то при снижении цены до 95 руб. она продается. Противоположностью стоп-лосса является тейк-профит – закрытие позиции при благоприятном изменении цен. Например, если тейк-профит устанавливается на уровне 15%, наша акция продается при росте цены до 115 руб.

Возможно, применение стоп-лоссов (равно как и тейк-профитов) вполне обоснованный прием при использовании торговых систем. НЕРАЦИОНАЛЬНЫМ поведением, на наш взгляд, является использование самих торговых систем. Как правило, торговая система – это один из способов игры на колебаниях. Почему мы считаем это НЕПРАВИЛЬНЫМ, читайте в материалах «Рынок акций - рулетка или...» и «Кто выигрывает на фондовом рынке».

Однако вернемся к стоп-лоссам. Один из девяти постулатов, на которых базируется наша система управления капиталом, гласит: «Потенциальная доходность – главный критерий инвестирования». Механизм использования потенциальной доходности при управлении портфелем подробно изложен в материале «Как инвестировать в акции, используя потенциальную доходность?».

Стоп-лосс, тейк-профит и теория потенциальной доходности

При таком подходе стоп-лосс теряет свой смысл. Если нет оснований для изменения прогноза будущей стоимости актива, то снижение текущей цены ведет к росту потенциальной доходности актива (акции). В этой ситуации актив становится еще более интересным, и его надо докупать, а стоп-лосс

требует его продавать. Именно по этой причине мы выбрали для этого материала такое ироничное название.

Кто-то скажет – это «стратегия разбавления». Купил одну акцию за 100 руб. Потом, когда она упала до 50 руб., купил еще одну, в итоге имеешь две акции по 75 руб. Но «разбавление» здесь совсем не главное, тем более что дополнительное приобретение актива строго ограничено лимитом, установленным в инвестиционной декларации, и увеличения установленной меры риска по портфелю при этом не происходит. Главное – не бояться! Не бояться держать и дополнительно приобретать актив (акции), имеющий потенциал для роста. Потенциал, который основан на прогнозе будущих показателей деятельности эмитента.

Интересную трансформацию при использовании потенциальной доходности получает идея тейк-профита. Когда стоимость акции растет – падает потенциальная доходность. При сильном росте цен актив «падает» в хит-параде относительно других и при достаточно сильном движении будет продан (если не будет скорректирован прогноз его будущей стоимости). Нелепость тейк-профита в этом случае выражается в его «механистичности», которая может привести к «ранней продаже». С помощью тейк-профита, установленного «механически», невозможно определить, исчерпал ли актив свой потенциал. В этом случае актив может быть продан не потому, что это экономически обосновано, и весь его последующий рост пройдет мимо.

Еще одно нелепое свойство стоп-лосса. Например, стоп-лосс сработал – актив продан. Что дальше? Когда его можно снова купить? Если тут же с таким же новым стоп-лоссом, то для чего тогда был нужен первый стоп-лосс? Так можно сколько угодно падать, да еще и на брокера тратиться. А если не тут же, то когда? Через неделю? Через месяц? Кто знает ответ на этот вопрос? Особенно, если актив обладает высоким потенциалом.

Может реализоваться и другое. Трейдер установил стоп-лосс, тейк-профит, открыл позицию. Допустим, ситуация развивается таким образом, что ни стоп-лосс, ни тейк-профит не срабатывают. Акция «стоит» на месте, и это может продолжаться достаточно долго. В это время, например, может произойти снижение стоимости ряда акций, что сделает их более привлекательными для инвестиций. Но если трейдер ориентируется при совершении операций на стоп-лоссы и тейк-профиты, он упустит эту возможность.

Отличие подхода потенциальной доходности

Ключевое отличие подхода, использующего потенциальную доходность (в отличие от торговых систем, стоп-лоссов и тейк-профитов), состоит в отказе от игры на колебаниях. Актив продается не потому, что он (механически) вырос «на столько-то процентов», а потому, что он вырос относительно других так, что стал менее интересен (по сравнению с этими другими). И продается он не для выхода в деньги, а для приобретения других, более интересных. Рационально обоснованной причиной для продажи или покупки актива, на наш взгляд, может

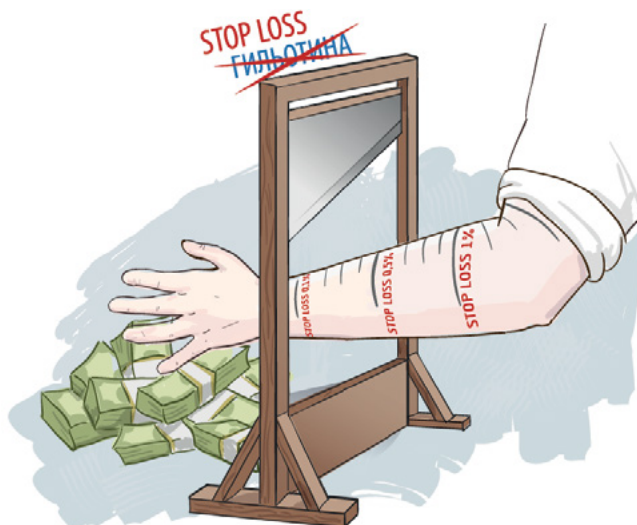
являться только его потенциальная доходность (в сравнении с потенциальной доходностью других активов).

При управлении паевыми инвестиционными фондами мы не применяем стоп-лоссы. Более того, в отчетах, которые используют наши аналитики и трейдеры, **ИСКЛЮЧЕНА ИНФОРМАЦИЯ** о стоимости приобретения актива. Она не должна оказывать на них психологического влияния. Основанием для принятия решения может являться только потенциальная доходность и место актива в хит-параде.

Выводы

- В случае использования потенциальной доходности как главного критерия при управлении портфелем не имеет смысла использовать стоп-лоссы и тейк-профиты.
- При снижении цены на актив, как правило, растет его потенциальная доходность, основанная на прогнозе его будущей стоимости. По нашему мнению, в таком случае его надо покупать, но никак не продавать.
- При росте цены на актив тейк-профит может привести к «ранней продаже» и не позволит получить инвестору весь экономически обоснованный рост.
- Нелепость стоп-лоссов и тейк-профитов в том, что нет ответа на то, как и когда снова проводить операции с активом, после того как они сработали.
- На наш взгляд, только потенциальная доходность и место в хит-параде позволяют выбрать экономически обоснованный момент для приобретения и продажи актива.

♦ В рамках курса «Аспирантура» следующим читайте материал 5.12. Ситуация в системе Российского правосудия или угроза национальной безопасности.



5.10. Использование инсайда

Как влияет на рынок использование лицами (в том числе управляющими компаниями) инсайдерской информации? Существует ли официальная информация о сделках, совершенных с использованием такой информации?

Первый вопрос, видимо, риторический. Использование инсайдерской информации обогащает тех, кто ее использует. Фондовый рынок — это замкнутая система. Если кто-то получает дополнительные доходы, значит, кто-то теряет или не зарабатывает ту прибыль, которую мог бы заработать.

Если зарабатывают обладатели инсайдерской информации, значит, те же суммы теряют те, кто этой информацией не обладает и не использует ее. В большей степени это касается тех, кто находится во фри-флоате (то есть к рыночным участникам). Крупные акционеры, а к ним относятся государство и олигархи, теряют меньше. Их доля в капитализации российского рынка акций по состоянию на начало 2020 г. составляет примерно 73-75%. Размер пакетов их акций настолько велик, что они просто не имеют возможности использовать инсайд, так как сама операция с их пакетом на открытом рынке может оказать существенное влияние на рынок, либо вообще невозможна. Получается, что ущерб в большей степени ложится на плечи владельцев 25-27% капитализации.

Официальная информация об объемах злоупотреблений инсайдерской информацией нам неизвестна. Наша экспертная оценка, которая базируется на ощущениях, а не на каких-либо расчетах — примерно 100-150 млрд руб.

Капитализация фондового рынка России на начало 2020 г. около 47 трлн руб. На рыночных участников приходится 11-12 трлн руб. Будем считать, что долгосрочная среднерыночная доходность рынка акций составляет 9-10% в год (при инфляции 4-5%). При текущей капитализации фри-флоата это около 1,6-1,9 трлн руб. в абсолютных цифрах. Корректировка на размеры злоупотреблений инсайдеров приводит к тому, что доходность рыночных участников снижается примерно на 0,6-0,8%.

Эти цифры только кажутся небольшими, но не стоит забывать, что в абсолюте это 100-150 млрд руб., которые злоумышленники забирают из карманов добропорядочных участников рынка. Это, кстати, один из видов транзакционных издержек, влияющих на результаты участников, и одна из причин того, почему на длительных интервалах 80% управляющих проигрывают рынку.

Как и в других видах коррупции, масштабы злоупотреблений только растут. Как защититься от этого? Способы защиты, доступные участникам рынка, нам неизвестны. Пока единственный способ защиты, который изобретен в мире, — это уголовное преследование. Заметную роль в процессе борьбы с инсайдерами могла бы сыграть биржа. У нее есть все данные, по которым можно изучать статистически аномальные «удачные» операции или случаи манипулирования рынком, после чего передавать эти данные для расследования.

■ В рамках курса «Университет» следующим читайте материал 6.2. Прибыль компаний и курсовая стоимость акций.

5.11. Вся правда об отраслевых фондах

Не секрет, что среди инвесторов отраслевые ПИФы пользуются популярностью. Пайщиков привлекает то, что паи отраслевых фондов часто оказываются на вершинах рейтингов по доходности. Хотите узнать причину, по которой в продуктовой линейке присутствуют эти инвестиционные инструменты?..

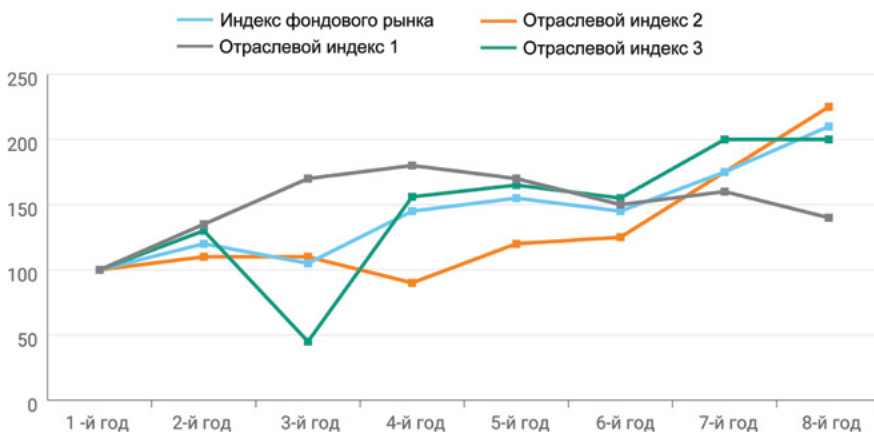
Зачем управляющим компаниям нужны отраслевые фонды?

В погоне за привлечением средств управляющие компании придумали хорошую маркетинговую тактику – создание широкой линейки отраслевых фондов. Считается, что это высокий уровень сервиса по предоставлению широких возможностей клиентам.

С математической точки зрения изменение фондового индекса – это, по большому счету, сумма изменений всех отраслевых индексов, так как в индексе присутствуют все крупнейшие российские компании, задающие тон в тех или иных отраслях. Следовательно, на любом временном интервале всегда будут отрасли, которые выросли выше среднего, и наоборот. Вполне естественно, что есть отрасль-лидер, показавшая наилучший результат и опередившая все остальные отрасли.

Как следствие, у компании, предоставившей клиентам линейку отраслевых фондов, всегда будет фонд, который, особенно на коротком отрезке (например, 1 год), показывает впечатляющие результаты на фоне остальных, его и нужно продемонстрировать клиентам как результат выдающегося качества управления. Этот результат можно использовать в агрессивной рекламе в СМИ и за счет этого привлекать новые средства под управление и, соответственно, получать комиссию.

Обратная сторона медали отраслевых фондов



На самом деле, предлагая клиентам отраслевые фонды, управляющие компании снимают с себя ответственность по выбору отраслей, перекладывая эту сложную задачу на клиентов. Неужели клиент лучше профессионального управляющего должен знать, какая отрасль будет самой доходной в будущем? Зачем такому клиенту вообще нужна управляющая компания? Человек с такими способностями может самостоятельно инвестировать на фондовом рынке. Кроме того, нет гарантии, что инвестирование в рамках отраслевого фонда будет осуществляться в соответствии с ожиданиями клиента и в акции компаний необходимой отрасли. В состав того или иного отраслевого фонда запросто могут входить акции других отраслей. Это подтверждается тем фактом, что доходности фондов одних и тех же отраслей под управлением разных компаний показывают значительно отличающиеся друг от друга результаты. В отличие, например, от результатов индексных фондов, повторяющих индекс МосБиржи, доходности которых у разных компаний вполне сопоставимы.

Клиенты, зачарованные высокими показателями доходности отраслевых фондов, не отдают себе отчет в том, что результаты отдельных отраслей подвержены достаточно сильным колебаниям. И тот отраслевой фонд, который показал в недавнем прошлом доходность выше среднего, скорее всего свой потенциал уже исчерпал, и ждать от него хороших результатов в обозримом будущем уже не следует.

Работа управляющей компании, помимо всего прочего, заключается в том, что управляющий меняет диверсифицированный набор отраслей в портфеле, вкладывая деньги в компании, обладающие высоким потенциалом роста вне зависимости от привязки к конкретным отраслям, но не вкладывая при этом все средства в одну отрасль. Стоит обратить внимание, что на длительных временных интервалах большинство отраслевых фондов исчезает с вершин рейтингов.



Такие манипуляции с сознанием клиентов возможны из-за низкой инвестиционной культуры нашего общества. Клиенты управляющих компаний не настолько профессиональны, чтобы делать выводы о потенциале роста отдельных отраслей экономики. Разочарование, которое возникает у клиентов после неудачных инвестиций в отраслевые фонды, приводит не только к потере лояльности в отношении конкретных управляющих компаний, но и, что особенно печально, в целом к индустрии коллективных инвестиций и к вложению в акции в принципе.

Использование инвесторами отраслевых фондов как инструмента сбережений не может позволить им спокойно преобразовывать свой человеческий капитал в финансовый (подробнее в материале «Ваш самый главный актив – это вы сами!»), так как подразумевает то, что пайщик должен постоянно заниматься переходом от одного отраслевого фонда к другому или, иначе говоря, уметь играть на колебаниях.

Выводы

- По математической логике на любом интервале всегда будет отрасль, которая покажет доходность выше индекса. Но выбрать ее непрофессиональному инвестору практически невозможно.
- Мы считаем, что отраслевые фонды можно было бы отнести к категории фондов для квалифицированных инвесторов, чтобы исключить для начинающих инвесторов возможность убытков при использовании этих достаточно сложных продуктов. По нашим наблюдениям, большинство неквалифицированных инвесторов входят в отраслевые фонды на пике их стоимости, соблазняясь высокой доходностью, которую продемонстрировали эти фонды.
- По нашему мнению задача управляющей компании заключается не в создании широкой линейки отраслевых фондов, а в качественном управлении классическим фондом акций, то есть в своевременной смене диверсифицированного набора отраслей в портфеле и опережении любого отраслевого фонда на длинных временных интервалах. Поэтому в продуктовой линейке УК Арсагера нет отраслевых фондов.

▲ В рамках курса «Школа» следующим читайте первый материал Главы 6. От чего зависит курсовая стоимость акций?

5.12. Ситуация в системе Российского правосудия, или угроза национальной безопасности

Своим в России можно все, правила написаны для чужих. Поэтому и законы здесь не более чем условность, удобная для сильных и досадная для слабых. Недаром сакральный лозунг русских – «жить по правде». Но правда-то у каждого своя. Это право, то бишь закон, для всех общий, а общее – оно заведомо не свое.

Б. Акунин. «Мария», Мария...

Нам очень хочется верить в прогресс, особенно в прогресс в системе нашего правосудия. Чувство справедливости – одно из важнейших для человека. У человека в современном обществе надежды на справедливость связаны с органами правопорядка и в первую очередь с судом. Имея большой опыт судебных процессов в области корпоративного права, мы хотим поделиться наблюдениями и опасениями развития, а точнее движения, нашей системы правосудия.

На данный момент в практике судов скопилось большое количество уже рассмотренных дел и, казалось бы, большая выборка должна привести к выработке единой позиции по ряду ключевых типовых корпоративных видов споров. Но отсутствие в нашей стране принципа прецедентного права (вот уж никогда бы не подумали, что это повлечет такие последствия) привело к тому, что по одним и тем же видам ситуаций в области акционерного права судами вынесены совершенно разные решения. А взаимоотношения между акционерами на практике порой строятся вообще иным способом. В качестве примера можно привести практику выплаты дивидендов по привилегированным акциям. При узаконенной российскими судами необязательности этих выплат такое поведение акционеров-владельцев обыкновенных акций является просто по-человечески порядочным поступком, причем экономически невыгодным для них самих! В этих условиях инвестиции в акции с опорой на уставы конкретных компаний и российский закон «Об акционерных обществах» становятся потерей с точки зрения соблюдения прав миноритарного акционера. Все переходит в средневековый принцип князьего суда и жизни по принципу «не важно, какие законы, главное, чтобы человек (мажоритарный акционер) был хороший».

Действительно, отсутствие прецедентного права в какой-то степени развязывает руки каждому судье, он не боится вынести любое, даже самое нелепое решение, понимая, что им не нужно будет руководствоваться всем остальным, да и сам он не обязан руководствоваться результатами схожего случая или прецедента. Поэтому можно трактовать закон любым удобным судье способом. В результате скопилась база различных видов решений по однотипным делам. В зависимости от заинтересованности, которая может быть следствием как банальной взятки за нужное решение, так и следствием применения административного ресурса одной из сторон, судья может выбрать решение, полностью устраивающее и его, и заказчика. Мы также предполагаем, что судьи, особенно высоких

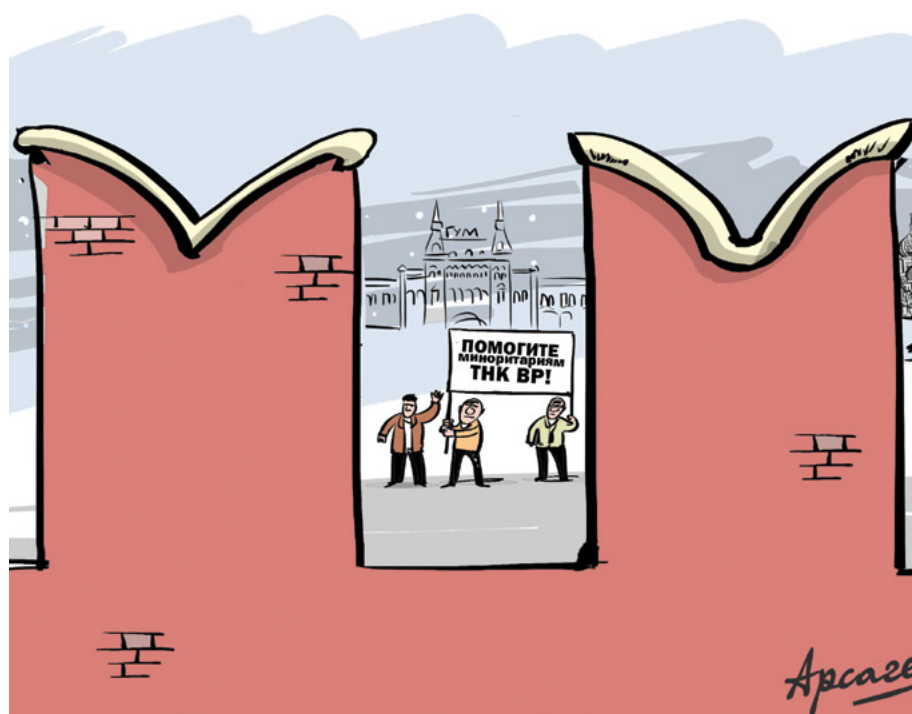
инстанций, очень любят иски от наиболее грамотных миноритариев – для них это такие задачи со звездочкой. Как следствие, стоимость нужного решения для заинтересованной стороны становится значительно выше. Система правосудия фактически превращается в замечательный инструмент для судей, дающий им возможность продавать свои умения и «труд», в этакий «магазин решений», удобный для одних и досадный для других.



В любом случае о принципе справедливости речь уже точно не идет. Единственным сдерживающим фактором в этих условиях является публичная огласка и боязнь некоторых вершителей судеб войти в историю как человек, который вынес «законное», но нелепое по своей сути решение. Ведь про такие «исторические» решения когда-нибудь и собственные дети могут задать неприятный вопрос.

Система круговой поруки – корпоративное братство судебной системы – приводит к тому, что решения первых инстанций редко меняются. Это невыгодно: зачем портить статистику, демонстрировать противоречия и будоражить слаженную работу «магазина решений»? Получается парадокс – самая слабая с точки зрения понимания смысла юридического права первая инстанция является определяющей и по сути главной! Верховный суд просто может не взять дело в рассмотрение, то есть решить проблему по принципу «глаза не видят, душа не болит». Что удивительно, но уже и решения Верховного суда (противоречащих друг другу тоже немало набралось) не являются правилом для судов нижестоящих инстанций, обязательными являются лишь решения пленума и президиума Верховного суда. А их не торопятся создавать – вдруг завтра необходимо будет тому же Газпрому провести какое-то важное для него, но противоречащее смыслу закона решение.

Самое неприятное, что в этих условиях у судей нет никакой ответственности перед теми, кого они судят! Отсутствуют выборы, то есть обратная связь (корректирующая и развивающая судебную систему) от тех, для кого эта система существует. Судьи должны быть избраны гражданами — это краеугольный камень правового государства! Любой иной способ формирования судов, несмотря на красивые внешние демократические атрибуты, превратится в княжий суд и/или коррупционную систему использования записанных законов. Действительно, в чем толк существования законов и системы правосудия, если люди не верят в справедливость судов и не могут выбрать представителей, которым доверяют вынесение судьбоносных решений? Любой закон, даже самый прогрессивный, не имеет никакого значения без правильной, однозначной и последовательной трактовки, а также реализации его положений на практике. Именно поэтому в нашей стране многие на суды не рассчитывают, а пишут письма президенту и другим сильным мира сего. Именно поэтому многие судебные процессы превращаются просто в цирк и формальную процедуру, дающую возможность нечистым на руку и сердце прикрыть несправедливые действия формулировкой «законный».



Сложившаяся система только выглядит удобной для людей, пользующихся преимуществами такой системы правосудия. На самом деле она очень опасна для общества и государства. Такое положение вещей – неизбежный путь к хаосу. Современное общество (не средневековое) не может жить в таком миропорядке. Людей при невозможности добиться справедливости такая система правосудия толкает на решение вопросов насильственным путем, посредством выхода на улицы. Она порождает ненависть и стимулирует желание вершить справедливость собственными руками. Такая позиция часто навязывается и средствами массовой информации – в многочисленных сериалах и художественных фильмах одинокий герой в условиях отсутствия нормальной работы системы правосудия (а это хорошо понятно и знакомо зрителям) начинает вершить правосудие самостоятельно, не оглядываясь на принципы законности. Такое положение вещей может привести к катастрофическим последствиям. Это ярко демонстрирует пример Украины («мусорная люстрация» чего только стоит). В результате порядка и законности станет еще меньше. То есть получается обратная ситуация: чем более ручная система правосудия и удобное узаконивание каких-либо действий для якобы обеспечения порядка, тем выше риски наступления беспорядка, причем в крайнем его проявлении. Именно об этом должна думать власть, выстраивая систему правосудия.

Необходимо помнить о том, что людям нужна справедливость, а не хитрые юридические формулировки. Для граждан справедливость на практике важнее наличия формальных законов! Вынесение судом справедливого решения не должно зависеть от солидности и поставленной речи представителя какой-нибудь крупной организации, например Газпрома. Возможность «зарыть» в формальных процедурах ущемленное право миноритарного акционера не является признаком справедливости и правового государства! Сколько раз во время судебных процессов с Газпромом, Роснефтью или Республикой Татарстан мы ловили себя на мысли, что при всей очевидности нарушенного права, основанного на смысле закона, суд найдет формулировку, позволяющую узаконить действие сильных мира сего. И это будет или неправильный способ защиты права, или неверная трактовка положений закона или устава, или просто «не усмотрел», «не определил», «не считает возможным». В такие моменты хочется, чтобы решение выносилось подбрасыванием монеты, но ведь абсурдно считать шансом на справедливость случайный процесс – это противоречит самому смыслу доказательства правоты.

Какие-нибудь юристы возразят, что мы сгущаем краски и что все решения выносятся в соответствии с юридическими нормами. Но лучшим доказательством отсутствия веры в справедливость являются последствия для деловой жизни страны: огромный отток капитала и капитализация всего российского рынка акций (который в два раза меньше стоимости одной компании Apple). Внутренний класс инвесторов, который должен быть основным, базовым для страны, просто отсутствует. Наши граждане не верят своей стране и в первую очередь системе правосудия! При первых же признаках кризиса они своими

действиями демонстрируют настоящее отношение (истинный «патриотизм»): бегут и покупают доллары США, а не ценные бумаги нашей страны – акции и облигации российских компаний. Получается, своими действиями государство последовательно делает из собственных граждан «пятую колонну» огромного масштаба.

Российскому правосудию не следует путать причину со следствием: не люди живут для законов, а законы существуют для людей. Законы вторичны, именно они и их исполнение должны обеспечивать комфортную жизнь ВСЕХ без исключения граждан! И именно по уровню жизни рядовых жителей нужно судить о качестве как самих законов, так и работы органов, обеспечивающих их исполнение.

Складывающаяся в России система правосудия – угроза национальной безопасности, мина замедленного действия под основы стабильного функционирования государства, риск развала и появления анархии.

Выводы

- На данный момент система правосудия движется по деградирующему контуру. Отсутствуют единая практика толкования законов и реализации на практике их положений. Смысл заменяется формой. У граждан отсутствуют чувство справедливости и ощущение нахождения в рамках правового государства.
- Такая система правосудия содержит в себе угрозу национальной безопасности.
- Необходима реформа судебной системы. Представители судебной власти должны избираться гражданами. Только при наличии такой обратной связи возможно совершенствование системы правосудия и построение правового государства.

◆ В рамках курса «Аспирантура» следующим читайте материал 7.1. Такой понятный и загадочный P/E.

Глава 6. От чего зависит курсовая стоимость акций



Людам, которые впервые сталкиваются с акциями, может показаться, что на их стоимость оказывают влияние самые разные, не связанные между собой факторы. Все это создает ощущение сложности и непонятности. Масла в огонь подливают любители технического анализа. Существует неподтвержденная гипотеза о том, что технический анализ позволяет предсказывать будущее поведение цен акций на основе прошлых данных. Мы хотим помочь вам понять, какие простые фундаментальные причины оказывают влияние на стоимость акций, и предложить определенную систему, позволяющую разложить все по полочкам и ориентироваться в потоке новостей.

Цель любого бизнеса – прибыль. А акции – это просто способ участия или владения бизнесом. Бизнесмены не альтруисты, а очень прагматичные люди.

Первый и самый главный фактор стоимости акций – это прибыль, которую зарабатывает компания. Вот первый ключ к пониманию. Любая новость глобального характера может рассматриваться с точки зрения ее влияния на прибыль компаний. Если она позитивно влияет на прибыль компаний, то это будет создавать предпосылки для роста рынка. Если новость имеет отраслевой характер (например, повысились цены на удобрения), то это окажет положительное влияние на цены акций компаний, производящих

удобрения. Если новость касается конкретной компании, например удалось заключить крупный контракт, то очевидно, что это будет касаться только стоимости акций этой компании.

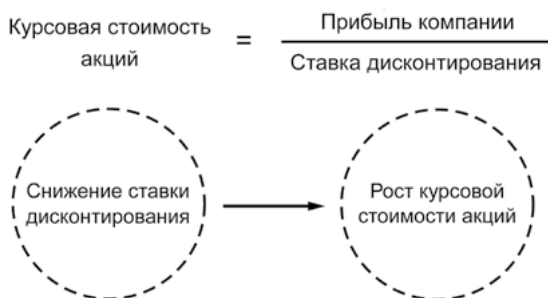
Но прибыль – это не единственный показатель, от которого зависит цена акций. Представьте две компании одной отрасли, зарабатывающие примерно одинаковую прибыль. Но акции первой компании активно торгуются на бирже, компания придерживается высоких стандартов корпоративного управления (КУ) – соблюдает права акционеров. А вторая, наоборот, неоднократно их нарушала, ее акции трудно купить и еще труднее продать. Вопрос: акции какой компании охотнее купят инвесторы? Ответ очевиден – конечно, первой.

Есть такой удобный показатель P/E, где P – это Price, то есть цена акции (а точнее суммарная стоимость всех акций компании – капитализация), а E – это Earnings, то есть прибыль компании. Смысл этого показателя очень прост: сколько годовых прибылей стоит акция или, другими словами, за какое количество лет окупятся вложения в акцию.

Вернемся к примеру с двумя компаниями. Мы договорились что E (прибыль) у них одинаковая. Но акции первой компании инвесторы будут покупать более охотно, а вторую будут избегать. Это приведет к росту цен на акции первой компании и снижению цен на акции второй. Как следствие изменятся и показатели P/E этих компаний. Допустим, P/E первой будет 10, а P/E второй – 5.

На первый взгляд, по показателю P/E вторая компания более интересна – вложения в ее акции окупятся за 5 лет, а вложения в первую только за 10. Но на этот факт можно взглянуть по-другому. Инвесторы настолько лояльно относятся к первой компании, что готовы вкладывать в нее деньги с доходностью 10% в год, и настолько избегают второй, что их не привлекает доходность в 20% в год, так как из-за рисков этой доходности может и не быть. Уместна аналогия с банками – большинство вкладчиков выбирают банк не по размеру обещанного процента, а по надежности.

Таким образом, мы нашли второй ключевой фактор, влияющий на стоимость акций. Это минимальная доходность, которую хотят получить инвесторы, вкладывая деньги в акции, или по-научному – «ставка дисконтирования». Влияние этих двух факторов можно выразить простой формулой.



Если эта доходность слишком низкая, например ниже банковского депозита, это значит, что акция стоит слишком дорого, и инвестору проще, не принимая рисков акций, вложить деньги в банк.

Факторы, которые влияют на требуемую инвесторами доходность, известны, и их не так много. В первую очередь, это общий уровень процентных ставок в экономике. Он определяется уровнем депозитных и кредитных ставок, инфляцией, ключевой ставкой Центрального Банка. Этот показатель общий для всей экономики. Если общий уровень ставок растет, то растет требуемая инвесторами доходность и падают цены на акции в целом.

Есть отраслевые показатели, влияющие на доходность, требуемую от вложений в акции компаний отрасли. Например, цены на нефть подвержены большим колебаниям. Вкладывая в нефтяные акции, инвесторы хотят большей доходности, чем от акций компаний, которые занимаются добычей драгоценных металлов.

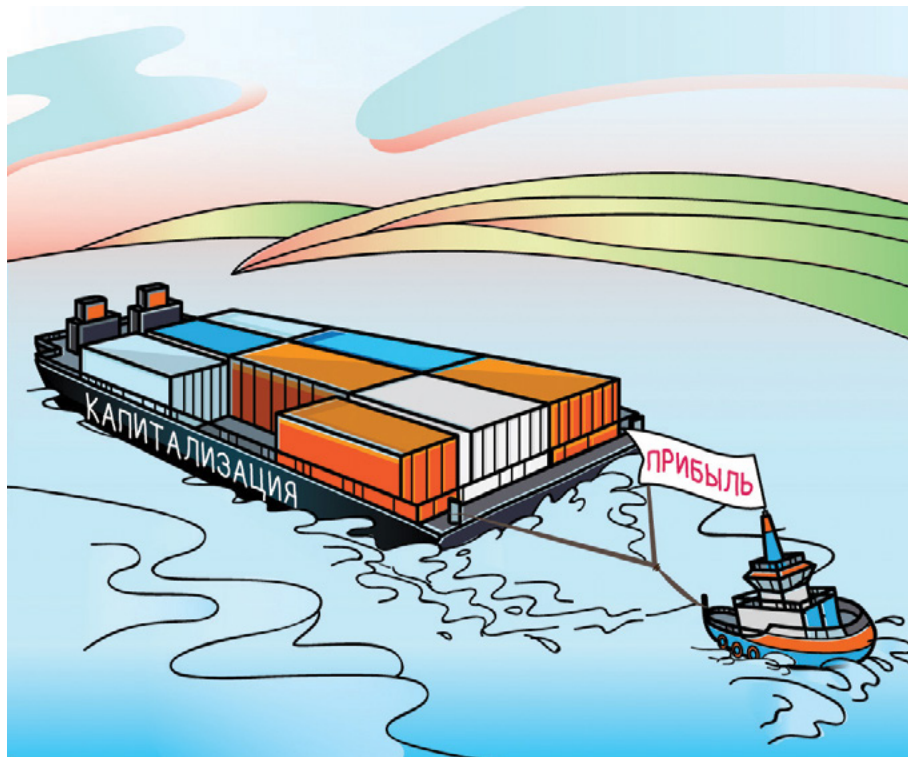
Конечно, многое зависит от индивидуальных характеристик компании – ее кредитного качества (готовности банков давать в долг), уровня ликвидности акций – если акции активно обращаются на бирже, их легко купить и продать. Если компания корректно ведет себя по отношению к миноритарным акционерам, это тоже влияет на снижение ставки дисконтирования и возможный рост курсовой стоимости акций.

Выводы

- В каждый конкретный момент на стоимость акций может влиять множество различных факторов. Но в долгосрочной перспективе именно размер получаемой прибыли и уровень требуемой инвесторами доходности (ставка дисконтирования) оказывают ключевое влияние на стоимость.
- Для успешного прогнозирования цен на акции необходимо анализировать, как в будущем будет меняться прибыль компании и ставка дисконтирования.

▲ В рамках курса «Школа» следующим читайте материал 8.1. Обязательства акционерного общества перед кредиторами и акционерами.

6.2. Прибыль компаний и курсовая стоимость акций



Итак, есть два ключевых фактора, от которых в конечном итоге зависит курсовая динамика акций – это прибыль компании и ставка дисконтирования (то есть доходность, которую хотят получить инвесторы при вложении денег в акции). Рассмотрим более подробно, от чего зависит прибыль компании. Понимание этого позволит инвесторам лучше ориентироваться в потоке экономических новостей и принимать взвешенные инвестиционные решения.

Факторы, определяющие прибыль компании

Два ключевых показателя деятельности предприятия, которые и определяют в конечном итоге уровень прибыли, – это выручка и себестоимость. Поэтому все новости и события, которые оказывают влияние на эти два показателя, влияют на прибыль, и, следовательно, на курсовую стоимость акций.

Как правило, новости или события не говорят напрямую об изменении выручки или себестоимости той или иной компании. Но существует возможность читать между строк и строить простейшие логические цепочки. Для этого необходимо принять во внимание тот факт, что выручка от производственной деятельности зависит от цены на конечный товар и количества товара, которое производится предприятием.

Цены на товарных рынках и курсовая стоимость акций

Интуитивно понятно, что любые новости, связанные с повышением цен на том или ином товарном рынке, положительно отразятся на курсовой динамике акций компаний целой отрасли через рост выручки и прибыли. К примеру, любимый в России рост цен на нефть приводит к росту выручки нефтяных компаний: ЛУКОЙЛа, Роснефти, Башнефти и многих других. Однако если компания заявляет о расширении производства или внедрении новых технологий – это уже положительная новость, но только для данной конкретной компании.

Если для одних компаний – производителей товара – новость о повышении цен на их товар – хорошая и ведет к росту курсовой стоимости, то для других – потребителей товара – это плохая новость. Например, уже упомянутый рост цен на нефть приводит к росту себестоимости и снижению прибыли авиаперевозчиков в связи с тем, что продукты нефтепереработки являются основной затратной статьей их бизнеса. Курсовая стоимость акций, например Аэрофлота, снижается. Так что новости с товарных рынков – это один из ключевых факторов при прогнозе курсовой динамики акций и построении моделей.

Величина налоговой нагрузки, реальных доходов населения и прибыль компании

Влияние на себестоимость (помимо цен на сырье) также оказывают налоговая нагрузка и уровень расходов на оплату труда. Поэтому новости об увеличении налогового бремени или росте реальных доходов населения для инвестора означают потенциальное снижение котировок акций.

В то же время рост реальных доходов населения с некоторой временной задержкой ведет к увеличению спроса на товары и услуги, производимые в стране. Это проявляется в росте выручки и прибыли компаний, ориентированных на внутренний рынок, например компаний потребительского сектора – М.Видео, Магнит, Черкизово.



Влияние долговой нагрузки

Серьезную значимость с точки зрения курсовой динамики акций представляет информация о долговой нагрузке – ее общем размере и уровне процентных ставок в стране. С одной стороны, это оказывает влияние на себестоимость. С другой стороны, кредиты обычно направлены на увеличение, расширение или модернизацию производства. Поэтому новости о крупных кредитах или заимствованиях на рынке облигаций и сопутствующих ставках имеют прямое отношение к курсовой стоимости акций.

Курс рубля и курсовая стоимость акций

Курс рубля по отношению к другим валютам тоже непосредственно связан со стоимостью акций. Ослабление рубля всегда приводит к росту выручки экспортеров. Так, компании нефтяного сектора большую часть выручки получают в долларах, а себестоимость формируется в рублях, что приводит к росту выручки при ослаблении курса рубля. Вместе с увеличением прибыли экспортеров ослабление курса национальной валюты приводит к повышению долговой нагрузки у компаний с кредитами в иностранной валюте. Хорошим примером является потребительский сектор, так как здесь компании активно развиваются за счет валютных кредитов, а выручку получают в рублях, отсюда и снижение прибыли при снижении курса рубля.

В своих экономических моделях мы учитываем все эти факторы и стремимся выявить наиболее привлекательные для инвестиций компании. Подробнее с методиками компании вы можете ознакомиться в главе «Управление капиталом в УК Арсагера».

Выводы

- Для того чтобы ориентироваться в потоке экономических новостей при принятии инвестиционных решений, необходимо понимать основные закономерности формирования прибыли, так как курсовая стоимость акций компании напрямую зависит от прибыли.
- Специалисты УК Арсагера рассматривают и учитывают в экономических моделях большое число факторов, влияющих в конечном итоге на прибыль компании и денежный поток, который она генерирует для своих акционеров. Это дает возможность находить компании с наибольшей потенциальной доходностью и, в соответствии с инвестиционной декларацией, вкладывать денежные средства в их акции.

6.3. Доходность, которую хочет получить инвестор при вложении денег в акции

Доходность, которую хочет получить инвестор при вложении денег в акции, определяет ставку дисконтирования. Чтобы это пояснить, рассмотрим очень упрощенный случай. Некий человек X купил акцию компании Y за 100 руб. Компания Y раз в год выплачивает всю чистую прибыль в виде дивидендов. На одну акцию приходится 30 руб. дивидендов. Доходность от владения такой акцией $30/100 = 30\%$ в год. На практике ситуация может оказаться гораздо интереснее...

Например, может появиться новый покупатель Z. Он будет готов владеть этой акцией, получая доходность 20% годовых. Тогда он предложит за эту акцию 150 руб. Как получилась эта цена? $30/150 = 20\%$ в год – все правильно, но это проверка результата. Цена 150 руб. получилась благодаря тому, что прибыль компании 30 руб. на акцию мы «продисконтировали» по ставке 20%: $30/0,2 = 150$.

Это очень упрощенный пример, но он позволяет показать, что НЕ ТОЛЬКО ПРИБЫЛЬ предприятия влияет на цену акций. А какую доходность получил X? За год владения ему выплатили дивиденды 30 руб., и за 150 руб. он продал акции, купленные за 100, – итого 80%.

Это еще один убедительный пример, показывающий, почему важно знать и уметь прогнозировать то, с какой доходностью инвесторы готовы вкладывать деньги в акции. Или, другими словами, уметь прогнозировать ставку дисконтирования. Так как при расчете стоимости ставка дисконтирования находится в знаменателе, то зависимость обратная: чем выше ставка – тем ниже стоимость. И наоборот.



Разложим на составляющие факторы, определяющие размер ставки дисконтирования. В первую очередь, это общий уровень процентных ставок. Это важнейший макроэкономический показатель, от которого зависит стоимость всего бизнеса в стране. Он зависит от уровня кредитных и депозитных ставок, инфляции, ставки рефинансирования, кредитного рейтинга государства и еще целого ряда факторов. Можно сказать, чем

лучше качество экономики страны, тем ниже общий уровень процентных ставок и тем дороже стоит бизнес в такой стране.

Помимо общего для страны уровня процентных ставок важно знать, в какой отрасли работает компания. Для разных отраслей характерен разный уровень ставок дисконтирования. Инвесторы ценят стабильность. Чем более стабильный денежный поток обеспечивают компании в отрасли, тем более охотно инвесторы покупают их акции и тем ниже ставка дисконтирования.

Например, цены на нефть подвержены большим колебаниям, чем цены на золото. Поэтому при одинаковых показателях прибыльности цена акции золотодобывающей компании может оказаться выше, чем у нефтяной.

Ключевая индивидуальная характеристика компании, определяющая ставку дисконтирования, – это кредитное качество. Другими словами, это способность компании брать деньги в долг. Чем более охотно кредитуют компанию, тем ниже при этом долговая процентная ставка, тем она дороже стоит. Поэтому когда у компании повышается кредитное качество, это создает предпосылки не только для роста стоимости ее облигаций, но и для роста стоимости акций.

Кроме кредитного качества важно оценить добропорядочность компании по отношению к акционерам, в первую очередь к миноритарным. Если менеджмент или крупные акционеры не злоупотребляют своим положением и не выводят заработанную прибыль, то независимые инвесторы более охотно покупают такие акции.

Прозрачность компании – это прагматичное поведение, направленное на повышение стоимости. Чем больше потенциальный инвестор знает о компании, тем проще ему принять решение об инвестициях. Добропорядочность и прозрачность компании характеризуются качеством корпоративного управления (КУ). УК Арсагера проводит самостоятельную оценку качества корпоративного управления большого количества обращающихся на рынке компаний.

И последний фактор, оказывающий непосредственное влияние на ставку дисконтирования, – это уровень ликвидности акций. Чем легче купить и продать акции компании, тем ниже ставка, тем выше их стоимость. Уровень ликвидности определяется объемом биржевой торговли акциями. Ликвидность является одним из критериев, по которому УК Арсагера регулярно осуществляет ранжирование акций на однородные по уровню риска группы в рамках системы Arsagera Asset Certification.

Выводы

- Ставка дисконтирования – это фактор, оказывающий существенное влияние на стоимость акций.
- На ставку дисконтирования оказывают влияние как общая экономическая ситуация в стране, так и особенности деятельности конкретного предприятия. Изучение составляющих, оказывающих влияние на ставку дисконтирования, – неотъемлемый элемент анализа при инвестировании в акции и управлении капиталом.

6.4. Уровень процентных ставок и курсовая стоимость акций

Ставки по кредитам и депозитам в банках как-то связаны с курсовой стоимостью акций? Может ли уровень инфляции влиять на котировки акций? Есть зависимость между доходностью облигаций и стоимостью акций компании?

Ответ на эти вопросы – ДА. Хотите узнать, как все это связано?

Все эти параметры оказывают влияние на общий уровень процентных ставок, который определяет ту доходность, которую инвесторы хотят получить при вложении в акции, то есть ставку дисконтирования. А от размера этой доходности зависит стоимость акций: чем большую доходность инвесторы хотят получить от владения акциями, тем дешевле они хотят купить их.

Зависимость обратная – чем ниже общий уровень процентных ставок, тем дороже стоят акции. Процентные ставки разных финансовых инструментов выстраиваются по росту, вначале идут самые маленькие, а затем всё большие и большие.

Самыми надежными считаются государственные облигации – по ним самый низкий уровень доходности. Потом идут банковские депозиты, корпоративные облигации и ставки по кредитам.



Вкладывать деньги в акции инвесторы готовы только ради высокой доходности. Вся эта линейка доходностей и определяет общий уровень процентных ставок. Если уровень доходности по корпоративным облигациям повысится с 10% до 30% в год, то это повлияет и на ставки по кредитам и депозитам.

Повышение ставок говорит о страхе инвесторов и желании получить от вложения в тот же актив большую доходность. С другой стороны, более высокая ставка доходности по облигациям говорит о снижении надежности – кредитного качества компаний и ведет к понижению стоимости их акций.

А снижение стоимости акций при сохранении экономических показателей работы предприятия ведет к росту потенциальной доходности от их покупки.

От чего зависит уровень процентных ставок в экономике? Влияние оказывает целый набор факторов: уровень инфляции, ставка рефинансирования и денежная политика Центрального Банка. В конечном итоге уровень процентных ставок зависит от силы экономики страны и обеспеченности экономики деньгами.

Чем сильнее экономика, тем проще государству и компаниям привлекать деньги инвесторов как в долг, так и для покупки акций и тем ниже процентные ставки. Но существенное влияние оказывает и обеспеченность экономики деньгами – монетизация. Этот показатель рассчитывают путем сравнения денежной массы и ВВП.

Денег должно как минимум хватать для расчетов (монетизация > 40%) и для капитальных вложений (монетизация > 80%).

В России уровень монетизации на начало 2020 года составлял 47,26%, то есть денег хватало для расчетов, но было недостаточно для капитальных вложений и справедливой оценки активов. Инвестиционная активность находилась на низком уровне, инвесторы боялись высокого риска, а значит, за свои вложения хотели получать высокую доходность, что приводило к низкой стоимости акций.

Зависимость между уровнем процентных ставок и курсовой стоимостью акций



Выводы

- Все процентные ставки взаимосвязаны, невозможен рост ставок одного инструмента без роста процентных ставок по другим.
- Общий уровень процентных ставок в стране напрямую влияет на ставку дисконтирования (желаемую доходность инвесторов), которая напрямую влияет на курсовую стоимость акций.
- Для принятия правильных инвестиционных решений необходимо отслеживать тенденцию изменения процентных ставок. Рост процентных ставок в стране приводит к снижению курсовой стоимости акций, снижение процентных ставок – к росту курсовой стоимости акций.

6.5. Что такое качество корпоративного управления и как оно влияет на стоимость акций

Давайте представим ситуацию: есть акции компании, они обращаются на бирже. Компания работает стабильно, из года в год ее выручка и прибыль держатся на стабильном уровне. Однако возможна ситуация, когда, несмотря на эту стабильность, акции компании могут существенно вырасти, причем это не связано с улучшениями в экономике. Почему?

Читайте внимательно: информация будет интересна как самим компаниям, так и тем, кто покупает их акции.

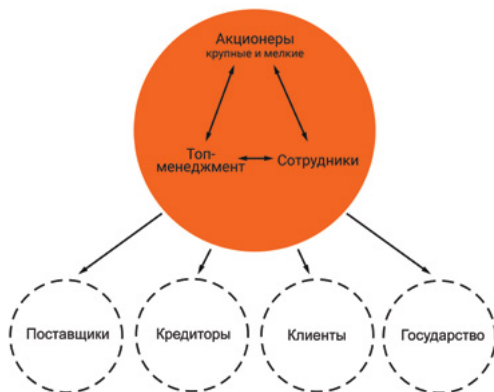
Различие между корпоративным и текущим управлением

Это может произойти вследствие улучшения уровня корпоративного управления (КУ). Вы спросите – что это такое? Многим даже непонятна разница между корпоративным управлением и текущим (операционным) управлением компанией.

Текущее управление направлено на повышение уровня рентабельности основной деятельности компании, то есть на увеличение прибыли.

Корпоративное управление нацелено на повышение прозрачности деятельности, соблюдение баланса интересов между топ-менеджментом компании, акционерами и сотрудниками и их эффективное взаимодействие с внешней средой. В идеале достигается гармонизация интересов всех сторон, имеющих непосредственное отношение к бизнесу, в частности, крупных и мелких акционеров (или, другими словами, мажоритарных и миноритарных).

Взаимоотношения в рамках корпоративного управления



Возникает вопрос: как это касается стоимости акций? Ну, взаимодействуют крупные, мелкие акционеры и менеджмент между собой, а при чем здесь цены на акции? Цена акций в первую очередь зависит от экономики компании и рисков инвестирования в нее, то есть от прибыли и размера ставки

дисконтирования. Уровень корпоративного управления (КУ) может оказывать влияние на оба этих фактора.

Влияние КУ на ставку дисконтирования

КУ оказывает прямое влияние на ставку дисконтирования. Чем выше КУ, тем ниже ставка дисконтирования, тем выше стоимость акций. В этом смысле уровень КУ характеризует добропорядочность и прозрачность компании по отношению к акционерам, в первую очередь к миноритарным.

Если наблюдаются факты вывода чистой прибыли и активов (например, наличие признаков продажи имущества по заниженным ценам, сомнительные сделки и т.д.), то при прочих равных акционеры менее охотно покупают акции данной компании.

Для исключения злоупотреблений в компании необходимо повышать уровень прозрачности. Это как в магазине – там, где ведется видеонаблюдение, сложнее воровать, а злоумышленники предпочитают «ловить рыбку в мутной воде».

В компании, где думают о создании стоимости для акционеров, повышение уровня прозрачности – вполне прагматичное поведение. Чем больше потенциальный инвестор знает о компании, чем более предсказуемо ее поведение, тем проще принять решение об инвестициях.

Для повышения прозрачности необходимо регулярно и оперативно публиковать отчетность. При этом она должна быть полной. Если это группа компаний, то консолидированная отчетность должна охватывать все организации, входящие в группу. Сведения о перспективах развития компании, доступ к уставу повышают уровень прозрачности и уровень КУ. Это крайне важно, ведь даже если в непрозрачной компании не происходит никаких злоупотреблений, инвесторы все равно будут относиться к ней с подозрением.

Методика оценки уровня корпоративного управления, разработанная УК Арсагера



В УК Арсагера разработана собственная методика оценки уровня КУ и ведется аналитика по большинству обращающихся на рынке компаний. С результатами оценки КУ можно ознакомиться в нашем ежегодном исследовании, представленном на сайте компании в разделе «Аналитика».

Чтобы показать, как КУ влияет на стоимость акций, рассмотрим пример. Две компании с одинаковой экономикой. Получают прибыль, к примеру, по 10 млн долл. в год. Работают в одной отрасли, их акции обращаются на бирже. У одной КУ идеальное и не увеличивает ставку дисконтирования, которая, допустим, составляет 10%. Ее капитализация в этой ситуации составляет 100 млн долл.

У другой компании очень низкое качество КУ. По нашим оценкам, это может увеличить требуемую инвесторами доходность на 20%, а в особых случаях

и более. То есть ставка дисконтирования второй компании будет 30%, а ее капитализация – всего лишь 33 млн долл.

Здесь можно привести аналогию с банками – в один банк инвестор готов отдать деньги под 5%, а в другой не отдаст и под 15%.

Это значит, что только благодаря повышению качества КУ стоимость второй компании может вырасти почти в три раза.

Что влияет на качество корпоративного управления?

При составлении рейтинга мы учитываем следующие моменты:

- факты размывания долей в ходе дополнительных эмиссий;
- факты вывода чистой прибыли;
- факты несправедливых коэффициентов конвертации при сделках слияний и поглощений;
- факты рейдерства;
- размер доли крупных (аффилированных) акционеров;
- прозрачность структуры собственности;
- прозрачность дивидендной политики;
- регулярность, полнота и охват отчетности;
- соответствующая структура органов управления
- и много других факторов.



Повышение уровня КУ также может оказать влияние и на прибыль компании. К критериям оценки уровня корпоративного управления, которые могут его повысить, относятся такие параметры, как **отсутствие конфронтации с**

сотрудниками компании, зависимость материального стимулирования менеджмента и членов совета директоров от эффективности деятельности компании, то есть если у менеджмента будет хорошая мотивация, повысится эффективность работы и это повлияет на прибыльность. Прозрачность компании будет дополнительным плюсом в случае получения кредитов, так как может снизить стоимость заемного капитала и, как следствие, повысить прибыльность.

Выводы

- Повышение качества КУ – это не странный альтруизм, это прагматичное поведение собственников и менеджмента компании в целях повышения стоимости бизнеса.
- Для повышения качества управления капиталом при инвестировании в акции мы разработали собственную методику, которая позволяет оценить уровень корпоративного управления эмитентов в России. Чем ниже уровень КУ отдельного эмитента, тем выше премия за риск, которая является составной частью ставки дисконтирования.

P.S. Отдельно стоит отметить, что на фондовых рынках развитых стран премия за риск низкого уровня КУ стремится к нулю. Если эмитент не будет удовлетворять высоким требованиям по качеству корпоративного управления, то его акции просто не будут допущены к торгам.

В России ситуация иная. При инвестировании в акции российских эмитентов уровень корпоративного управления является крайне важным параметром. Но ни одна компания (рейтинговое агентство) не проводит масштабных и всесторонних исследований уровня корпоративного управления в нашей стране. Поэтому для эффективного выполнения работы по управлению капиталом мы были вынуждены разработать методику исследования КУ.

Наша методика универсальна, она позволяет технологично оценить качество корпоративного управления любой компании, даже той, которая не попала в наше исследование. Для этого необходимо иметь доступ в Интернет и найти сайт интересующего вас эмитента, а затем, руководствуясь досье с критериями оценки уровня КУ, можно самостоятельно провести оценку. Для этого нет необходимости осуществлять личный контакт с представителями компании, все делается технологично и удобно.

В начале этого раздела мы говорили, что информация, изложенная здесь, будет интересна как инвесторам, так и эмитентам. Поэтому, если компания заинтересована в повышении стоимости своего бизнеса, то использование нашей методики позволит ей обнаружить и исправить слабые места, которые снижают качество КУ.

6.6. ВВП и курсовая стоимость акций

Увидев в заголовке статьи аббревиатуру ВВП, вы, наверняка, сразу вспоминаете выступления политиков разных уровней и ведущих новостей, которые с нескрываемой радостью сообщают о том, что ВВП растет, или сдержанно констатируют факт снижения ВВП. Сейчас мы расскажем о том, почему изменение данного показателя находит такое яркое отражение в поведении участников фондового рынка.

Физический смысл показателя ВВП

В экономическом словаре дается следующее определение ВВП: «Валовой внутренний продукт – макроэкономический показатель, выражающий стоимость всех конечных продуктов (товаров и услуг), произведенных в стране в течение определенного периода».

Физический смысл данного показателя заключается в том, что он отражает объем товаров и услуг, произведенных в стране. В расчет ВВП входят только те товары и услуги, которые были проданы конечному потребителю. В тот момент, когда деньги от потребителей переходят производителям, у них появляется выручка. То есть можно сказать, что ВВП показывает размер выручки всех производителей товаров и услуг.

О чем нам может рассказать показатель ВВП

В абсолютных значениях показатель ВВП малоинформативен, но если сравнивать ВВП данного периода с его значением за предыдущий период (или несколько периодов), то можно проследить динамику его изменения, которая, по сути, отображает вектор развития всей экономики страны.

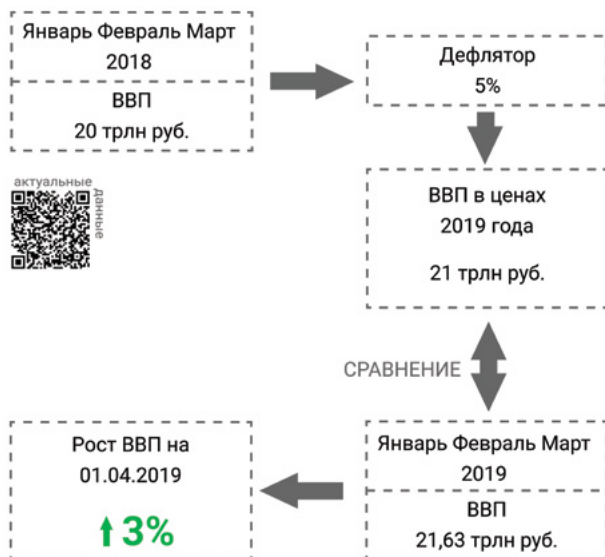
ВВП – это реальный показатель, так как отражает объем реально произведенной продукции, но измерять все произведенные товары и услуги в штуках или тоннах нереально, поэтому ВВП измеряют номинально – в рублях (по тем ценам, по которым товары и услуги купил конечный потребитель). Из этой особенности расчета ВВП возникает проблема его сравнения с предыдущими значениями: как выяснить, насколько ВВП вырос за счет реального увеличения производства, а не за счет инфляции (роста цен на продукцию)? Эту проблему решают путем корректировки ВВП предыдущих периодов на индекс-дефлятор (который и учитывает изменение цен на товары и услуги).

В видеоматериалах и макрообзорах компании Арсагера мы регулярно представляем изменение реального ВВП на скользящем окне.

Рассмотрим условный пример.

Предположим, что мы говорим о росте ВВП на 01.04.2019 на 3%. Данное информационное сообщение следует понимать следующим образом.

Объем всех произведенных в России и реализованных конечному потребителю товаров и услуг за первые три месяца 2019 г. на 3% выше, чем за первые три месяца 2018 г.



Рост показателя ВВП и курсовая стоимость акций

Здесь мы говорим о реальном росте производства, так как уже сделана поправка на рост цен. Без поправки на дефлятор рост ВВП был бы 8,1%, что преувеличивает вектор развития экономики.

Рост производства, представленный в нашем примере, означает рост выручки производителей и сказывается на их прибыли – она увеличивается. А при росте прибыли компаний растет курсовая стоимость их акций (об этом читайте в материале «Взаимосвязь экономики компаний и стоимости их акций»).



Снижение показателя ВВП и курсовая стоимость акций

При снижении ВВП происходит обратный процесс.

Однако данная ситуация характерна для рынка, на котором нет инфляции. В большинстве случаев необходимо соизмерять реальное изменение ВВП и уровень инфляции. Так как прибыль производителей может расти и при росте цен, то мы можем получить рост курсовой стоимости акций даже в случае снижения реального объема производства.



Новости о росте или снижении ВВП оказывают влияние на фондовый рынок в целом. Это выражается в его фронтальном росте или падении. Что делать в таких ситуациях с акциями компаний, вы можете узнать, из материала «Как инвестировать в акции, используя потенциальную доходность?»

Взаимосвязь с другими индикаторами

Также с ВВП сравниваются другие индикаторы (государственный долг, M2). Это позволяет давать относительную оценку данным показателям. Соотношение госдолга с ВВП показывает возможность государства по возврату долга кредиторам, ведь от объема производства зависит уровень налоговых доходов государства. Соотношение M2 (денежной массы) с ВВП показывает, достаточно ли в стране денежных средств для нормального обмена товарами и услугами и для обеспечения капитальных вложений. Подробнее об этом показателе в материале «Линия Тишина».

Полную статистику изменения ВВП отслеживает Федеральная служба государственной статистики.

Выводы

Для того чтобы правильно интерпретировать новости об изменении ВВП, необходимо помнить следующее:

- рост ВВП, как правило, приводит к росту курсовой стоимости акций компаний, производящих товары и услуги. При снижении ВВП необходимо сравнивать этот показатель с уровнем инфляции в стране, так как даже при снижении объема производства прибыль компаний-производителей может расти за счет роста цен на производимые товары и услуги;
- изменение ВВП оказывает влияние на весь фондовый рынок в целом. Таким образом, при растущем ВВП на фондовом рынке наблюдается тенденция к росту стоимости акций, при падающем ВВП может наблюдаться тенденция к снижению. Однако это не единственный показатель, который оказывает влияние на стоимость акций, поэтому для принятия инвестиционных решений необходимо руководствоваться совокупностью факторов, которые оказывают влияние на рынок в целом или конкретную компанию.

6.7. Взаимосвязь экономики компаний и стоимости их акций

Курсовая стоимость акций (P) зависит от ряда экономических показателей деятельности компаний. Это прибыль (E), выручка (S), размер собственных средств (BV), ставка требуемой инвестором доходности, рентабельность выручки и собственного капитала. Тем не менее, для многих участников рынка под большим вопросом остается сам факт наличия такой зависимости. Многие полагают, что компании со своей экономикой живут сами по себе, а рынок их акций сам по себе. Здесь мы расскажем об исследовании, которое мы провели, чтобы выявить, эту взаимосвязь.

Представьте, что мы перенеслись на 10 лет назад и прихватили с собой бухгалтерскую отчетность всех компаний, обращающихся на фондовом рынке в течение этого периода. Перед аналитиками была поставлена задача: используя только информацию из отчетов компаний, выбрать лучшие акции и сформировать портфель по ценам, которые 10 лет назад были на рынке. Естественно, по условиям эксперимента нельзя использовать информацию о текущих ценах. Можно опираться только на цену десятилетней давности и информацию из общедоступных отчетов за эти десять лет.

Сразу сообщим: портфель, составленный из акций, выбранных таким способом, существенно опередил результаты рынка (индекса МосБиржи).

Вывод № 1. Существует взаимосвязь между экономикой и стоимостью акций и, если точно спрогнозировать результаты будущей деятельности компании, эти результаты рано или поздно найдут отражение в стоимости ее акций.

В этом выводе есть два тонких момента. Первый: «если точно спрогнозировать результаты будущей деятельности». В нашем эксперименте мы легко решили этот вопрос с помощью «машины времени», но на практике это очень трудная задача. Второй момент: «рано или поздно». Как быстро результаты деятельности находят отражение в стоимости?

Далее мы стали искать период времени, в течение которого проявляется данная зависимость. Для каждой отчетной даты, по каждой компании у нас имелись данные о фактической стоимости ее акций (P), текущей прибыли (E), выручке (S) и размере собственных средств (BV). Для каждой отчетной даты, опираясь на как бы известные нам в «будущем» показатели деятельности (информация из отчетности), мы могли рассчитать «справедливую» стоимость акций (P'). Естественно, что текущая рыночная стоимость (P) и будущая расчетная «справедливая» стоимость (P'), как правило, не совпадают.

Для рассматриваемого исторического периода мы брали разные временные интервалы (квартал, полгода, год, два года, три и т.д.) и сравнивали текущую и «будущую» расчетные стоимости, а затем выбирали акции, где разница этих стоимостей имела максимальное значение. Затем мы изучали, в течение какого времени в последующих периодах фактическая цена максимально приближалась к расчетной. Иными словами, как долго может сохраняться разница между расчетной справедливой стоимостью и фактической ценой.

Вывод № 2. Мы выяснили, что для «голубых фишек» средний период времени, когда экономические результаты деятельности начинают отражаться в стоимости акций, составляет 1 год. Для «второго эшелона» этот период времени может составлять 2-3 года.

Наглядно были выделены четыре типовых ситуации (сценария), позволяющие изучать скорость проявления взаимосвязи стоимости акций и экономических показателей деятельности компании.

Первая ситуация: хорошая динамика экономических показателей – низкая цена акций. В этом случае цена акций «догоняет» экономику. Исторические данные показали, что иногда стоимость акции может долго оставаться на одном уровне, а потом резко вырастает до экономически обоснованного уровня или даже превышает его. Внешним наблюдателям часто кажется, что скачок спровоцировала одна из последних новостей. Например, новость об интересе со стороны крупного инвестора или заказ на закупку. Но причиной появления такой новости является накопившийся потенциал, который и порождает заказ на закупку или интерес «стратега». Последующее превышение стоимости может быть результатом рыночной рефлексии.

Вторая ситуация: плохая динамика экономических показателей – высокая цена акций. Эта ситуация противоположна первой. В данном случае стоимость акций снижается, догоняя «ухудшающуюся» экономику. В какой-то момент «отрицательный» потенциал накапливается, все большее количество держателей акций не могут игнорировать плохие результаты, разочаровываются и продают акции.

Третья ситуация: плохая динамика экономических показателей – низкая цена акций. В этом случае цена акций уже отражает плохое состояние дел в компании и, как правило, снижается параллельно с ухудшением динамики.

Четвертая ситуация: хорошая динамика экономических показателей – высокая цена акций. В этом случае цена с течением времени может снижаться или долгое время находиться «в боковике» (до тех пор пока не возникнет соответствия между ценой и экономикой). Иногда такие акции могут даже расти как бы «авансом», но темп их роста обычно ниже, чем темпы улучшения экономики.

Каждая из этих ситуаций доказывает взаимосвязь «экономики» и стоимости акций и может характеризовать скорость проявления данной зависимости.

Еще возможна ситуация, когда фактические цены акций соответствуют расчетным, а их динамика соответствует изменению экономических показателей деятельности (положительному или отрицательному). Эта ситуация доказывает взаимосвязь «экономики» компаний и стоимости их акций, но не дает информации о скорости проявления данной взаимосвязи.

Тонким моментом в исследовании является и расчет справедливой стоимости (P') на основании экономических показателей, таких как текущая прибыль (E), выручка (S), размер собственных средств (BV). Для каждой отчетной даты в изучаемом историческом периоде по каждой компании мы определяли коэффициенты P/E , P/S , P/BV , которые в этот момент должны были бы нормально характеризовать стоимость компании на основании экономических показателей (E , S , BV). В результате для каждого показателя мы получили

свою «справедливую» расчетную стоимость: стоимость, рассчитанную на основе прибыльности (P_E), выручки (P_S) и размера собственных средств (P_{BV}). Точно так же, сопоставляя разницу между этими расчетными показателями и фактическими, изучая скорость, с которой эта разница сокращается, мы выяснили влияние, которое каждый из этих показателей оказывает на приближение фактической рыночной стоимости к расчетной.

Вывод №3. Разные экономические показатели оказывают разный эффект на стоимость акций.

Данные показатели характерны для любой компании, но помимо них существуют показатели деятельности, характерные для каждой отрасли. В нефтянке, например, объем разведанных запасов, в энергетике – установленные мощности. Такие показатели тоже вносят свой вклад в проявление этой взаимосвязи. Наши исследования нацелены на то, чтобы выявить их влияние. Для точности прогнозов критична как переоценка, так и недооценка этого влияния.

Следует отметить, что на практике фактическая стоимость почти никогда в точности не отражает «экономику». В динамике это можно выразить в виде двух линий на графике. Первая отражает «справедливую» стоимость, рассчитанную на основе экономических показателей, а вторая – фактическую рыночную цену на бирже. Вторая будет все время колебаться относительно первой, как правило, достаточно плавной линией. Эти постоянные колебания и создают иллюзию отсутствия взаимосвязи. Ежеминутные хаотичные колебания рынка превращаются в закономерность на длинных временных интервалах – год, три, пять. Конечно, рост акций зависит от того, покупают их или нет. Но готовность покупать зависит от результатов бизнеса.

Остался один тонкий момент, который мы еще не обсудили: как максимально точно спрогнозировать результаты будущей деятельности? Это задача, на которой сконцентрированы все усилия наших аналитиков. Подробнее см. «Как мы прогнозируем экономические показатели деятельности компаний».

Выводы

- Результаты наших исследований показали четкую взаимосвязь между экономическими показателями деятельности компаний и стоимостью их акций.
- В каждый отдельный момент времени фактическая рыночная цена акций почти никогда не совпадает со стоимостью, рассчитанной на основе экономических показателей деятельности компаний. Эта взаимосвязь носит динамический характер и проявляется в течение одного года для «голубых фишек» и в течение двух-трех лет для акций «второго эшелона».
- Разные показатели оказывают разное влияние на данную взаимосвязь.
- Можно не бояться текущих колебаний, если уверен в точности своего прогноза экономических показателей.

■ В рамках курса «Университет» следующим читайте материал 7.3. Показатель ROE – это суть бизнеса.

6.8. Интеллект фондового рынка

Уровень риска того или иного финансового инструмента определяется его волатильностью (или стандартным отклонением) – это одна из гипотез теории о построении оптимального портфеля. Мы не будем здесь обсуждать саму теорию, а постараемся разобраться, что же показывает волатильность. По нашему мнению, это своего рода индикатор интеллекта участников рынка: чем выше волатильность, тем ниже уровень знаний и наоборот. Попробуем объяснить логику этого утверждения.

Волатильность – это подверженность цены финансового инструмента (например, акции) колебаниям. Чем сильнее колебания (отклонение от среднего значения), тем выше мера риска такого актива. По логике теории оптимального портфеля высокая волатильность свидетельствует о непредсказуемости поведения цены и делает актив более рискованным для вложения. Попробуем посмотреть на это с другой стороны.

Волатильность как показатель интеллекта фондового рынка

Когда цена акции начинает резко расти, это привлекает внимание ряда игроков, которые тоже пытаются поучаствовать в этом росте и своими покупками придают этому росту дополнительный импульс. Продолжающийся рост привлекает еще больше внимания и еще больше новых игроков. Это происходит до тех пор, пока не иссякнет количество вновь привлекаемых игроков, после чего ситуация может измениться на противоположную, особенно при возможности играть на понижение.

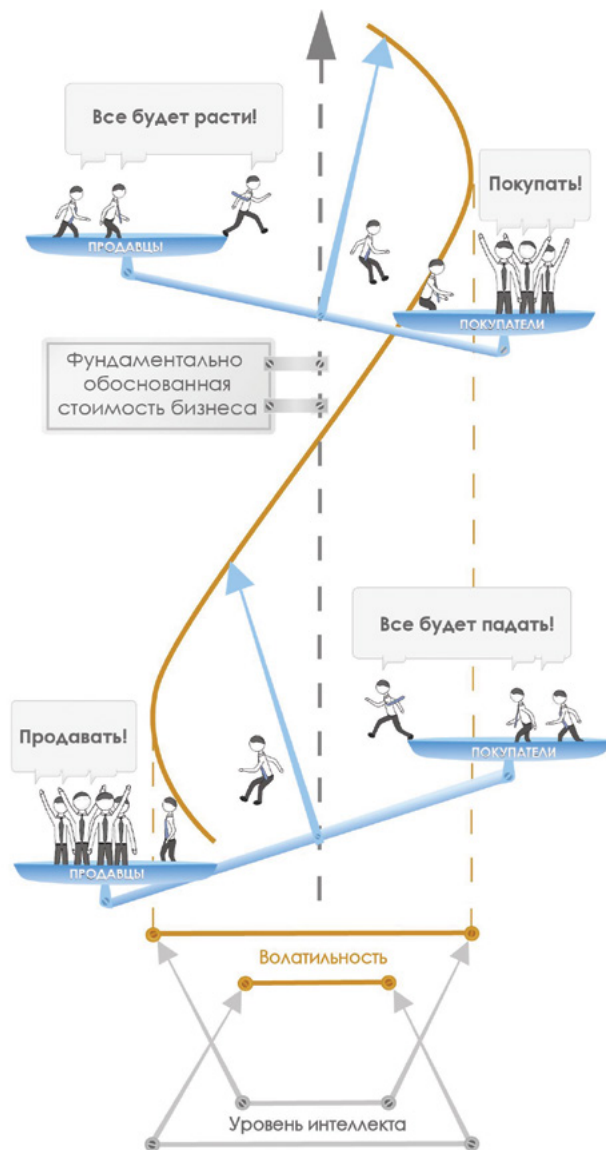
Чем больше на рынке игроков, пытающихся участвовать в таких флешмобах, тем сильнее может быть амплитуда колебаний. Этот процесс известен под названием рефлексия рынка и хорошо описан Дж. Соросом в книге «Алхимия финансов».

Получается, что огромная масса людей приобретает или продает акции в попытке проехать на очередном колебании, не отдавая себе отчета и даже не задаваясь вопросом о том, сколько этот актив стоит на самом деле. Люди пытаются «чем-то» торговать, не зная, сколько это «что-то» стоит на самом деле, а просто пытаются угадать настроение толпы. Такой легкомысленный и самонадеянный подход не может свидетельствовать о высоком уровне знаний. Это скорее свидетельство игровой зависимости.

Чем больше инвесторов совершают сделки осмысленно, тем ниже волатильность. Почему так?

Когда предприниматель покупает товар (сырье, материалы) для своего бизнеса, он имеет план того, как будет их использовать и сколько заработает. Он четко знает, по какой цене выгодно покупать товар, а по какой нет. Если товар удалось купить дешевле, чем рассчитывал, – это удача для предпринимателя. Если товар стоит дороже, его просто нет смысла покупать.

Так же может рассуждать инвестор, ориентируясь на соотношение «цена акции – экономика компании». При одной цене это хорошее вложение денег в бизнес, при другой цене – нет. Если цена на акцию упала, а с экономикой компании все в порядке – это удача и хорошая возможность для инвестора докупить этих акций. Но это вовсе не повод сильно расстраиваться, если он покупал их дороже. Главное, что в момент покупки соотношение «цена акции – экономика компании» устраивало инвестора.



Так рассуждают крупные инвесторы. У них просто и нет возможности рассуждать и действовать по-другому. Зачастую у них просто нет возможности купить или продать свой пакет акций на открытом рынке. Своим объемом операций по покупке они могут взвинтить цену акции до такой степени, что она будет неинтересна для инвестиций, а операциями по продаже могут обвалить до уровня, когда продавать уже не имеет смысла.

Поэтому крупные инвесторы охотно участвуют в IPO, где можно купить крупный пакет по фиксированной цене. По этой же причине цена на крупный пакет акций может отличаться от рыночной как в большую, так и в меньшую сторону.

Поведение и логика крупных инвесторов могут служить хорошим примером для остальных. При совершении сделок с акциями (независимо от объема) имеет смысл ориентироваться на стоимость бизнеса, а не на поведение толпы игроков. Скорее наоборот, поведение толпы имеет смысл использовать.

Чем больше людей совершает сделки осмысленно, ориентируясь на стоимость и экономические показатели бизнеса, тем меньше у игроков возможностей раскатать рынок, тем ниже амплитуда колебаний, то есть ниже волатильность.

Кто-то может возразить, что дело не в уровне знаний, а в том, что у разных участников расходятся взгляды на стоимость бизнеса той или иной компании. Но на примере акций второго эшелона можно видеть, что это скорее ведет к расширению спреда (разницы между ценой покупки и продажи). Волатильность акций второго эшелона, как правило, относительно невысокая, потому что операции с ними требуют высокой квалификации и чаще совершаются именно как вложение в бизнес, а не с целью сыграть на настроении рынка.

Выводы

- Высокая волатильность свидетельствует о большом количестве участников, которые действуют неосмысленно и не имеют представления о стоимости актива. А иметь большое количество таких участников рынка действительно рискованно: если резко понадобятся деньги, то не факт, что в этот момент удастся продать актив за адекватную цену.
- Высокий риск – высокая доходность: именно высокая волатильность и неадекватность участников рынка может позволить собрать хороший пакет акций по привлекательным ценам, а в последующем и реализовать его на выгодных условиях.
- На наш взгляд, волатильность рынка обратно пропорциональна общему уровню знаний его участников.

P.S. Волатильность российского фондового рынка – одна из самых высоких в мире =(

● В рамках курса «Факультатив» следующим читайте материал 8.6. Платите «премию за контроль»? Собираетесь воровать?

Глава 7. О фундаментальном анализе

7.1. Такой понятный и загадочный P/E

P/E, пожалуй, самый знаменитый из коэффициентов, которые используются при оценке стоимости акций. Много спорят, низко или высоко по этому коэффициенту стоят фондовые рынки тех или иных стран. Поговорим и мы.

1. Определение коэффициента P/E

Коэффициент P/E характеризует количество лет, за которые окупится цена акции. Считать его можно как в расчете на одну акцию, так и по компании в целом. Можно стоимость всей компании (P) разделить на ее чистую прибыль (E), а можно стоимость одной акции разделить на прибыль, приходящуюся на одну акцию, – результат будет одинаковым. Несложно посчитать данный коэффициент для отдельных отраслей (стоимость компаний отрасли делим на их суммарную прибыль) или даже для фондового рынка той или иной страны.

2. Переворот коэффициента P/E

P/E – это количество лет (оно же количество годовых прибылей). Тогда что такое E/P?

E/P – годовая процентная ставка, которую будет получать инвестор в процентах от вложений (цены приобретения акции) в виде чистой прибыли. Обозначим ее за $R = E/P$. Так как эта ставка фактически возникает из реальной котировки акции на рынке, то ее порой называют «требуемая инвестором доходность». Что из себя представляет эта доходность, поговорим ниже.

3. Урок математики

Мы знаем, что, согласно теории дисконтированных денежных потоков, стоимость компании можно выразить (пускай несколько упрощенно, но будем использовать в качестве потоков значение чистой прибыли E) в виде бесконечного ряда:

$$P = \frac{E_1}{(1+R)} + \frac{E_2}{(1+R)^2} + \dots + \frac{E_n}{(1+R)^n} .$$

Если $E = E_1 = E_2 = \dots = E_n$, то сумма ряда стремится к значению E/R . Да, такая сложная, бесконечная сумма дробей стремится к такой простой дроби. Выкладки приводить здесь не будем, не верите – проверьте. Что интересно, получилась та же дробь, что из предыдущего абзаца. Таким образом, при условии постоянства прибыли (а об этом речь пойдет ниже) и зная текущую стоимость, можно посчитать, какую ставку вы будете получать. Впрочем, коэффициент P/E мы уже переворачивали ранее.

Известно также, что если прибыль E растет с неким средним темпом G, то

$$P = \frac{E_1}{(1+R)} + \frac{E_1(1+G)}{(1+R)^2} + \frac{E_1(1+G)^2}{(1+R)^3} + \dots + \frac{E_1(1+G)^{n-1}}{(1+R)^n} ,$$

и эта сумма стремится к $E/(R - G)$, опять же выкладки приводить здесь не будем, не верите – проверьте.

Эти равенства очень важно запомнить! Также отметим, что в первом случае на сумму первых 10 членов (то есть прибыли за первые 10 лет) приходится 84% от общей стоимости компании (при уровне доходностей от бизнеса около 20%), а во втором случае около 74% (при темпах роста около 4-5%). То есть ближайшие десять лет вносят основной вклад в оценку текущей стоимости – это необходимо отметить для понимания последующих расчетов.

4. Практика

До этого мы рассматривали E/P в условиях реальных ставок. На практике все немного сложнее. Мы знаем текущую прибыль E (например, достаточно точно прогнозируем прибыль текущего года), естественно, знаем текущую цену P , отсюда известно и значение P/E .

Согласно вышеописанному $E/P = R - G$ или $R = E/P + G$. Правильно использовать именно эту формулу, так как именно она существует на практике. Сейчас объясним почему.

Что же такое G на практике и почему она не равна нулю? G – темп роста прибыли бизнеса в будущем, в нем непременно будет две составляющих: $G = (1 + i) * (1 + a) - 1$, или можно проще: $G = i + a$, где i – инфляция, фактически рост цен на продукцию компании при сохранении нормы прибыли (доля себестоимости, например, постоянна), приводит ровно к такому же номинальному росту прибыли, равному темпам инфляции (исторически инфляция > 0 , так как печатать деньги было и будет проще, чем производить блага); a – реальный рост прибыли из-за развития бизнеса, в среднем по экономике он равен реальному росту ВВП (который может быть и отрицательным, но все же прогресс берет свое, и в целом статистика говорит о положительном значении этого показателя), хотя у каждой конкретной компании он свой – больше или меньше среднего (а точнее средневзвешенного) значения изменения ВВП. Таким образом фактическое значение E/P компании, работающей в экономике с ненулевой инфляцией, уже включает i , то есть $E/P_{\text{факт}} = (E/P + i)$. Еще раз повторим и это необходимо учитывать, в приведенной выше формуле ($E/P = R - G$) идет вычисление номинальной ставки и на практике текущее значение E уже, как правило, содержит так называемый инфляционный рост прибыли. То есть если из текущего фактического значения E/P какой-либо акции, используя заложенные в него значения инфляции и темпов роста, вычислили номинальную ставку, то изменение этой номинальной ставки может произойти в будущем только на размер изменений темпов инфляции и темпов роста. Например, если взять реальную доходность в размере 4% и реальный рост в размере 2%, то при нулевой инфляции номинальная ставка, которую будет получать инвестор, равняется $R = 4\% + 0\% + 2\% = 6\%$, а текущий $P/E = 25$. Если в будущем возникнет инфляция в размере 2%, то $R = 4\% + 2\% + 2\% = 8\%$, а P/E в будущем может уменьшиться до **16,6**. Таким образом, если прибыль

эмитента уже включает в себя средний темп инфляции, то есть ежегодно часть прибыли фактически формируется из-за роста цен, то несложно высчитать реальный размер прибыли вычитанием темпов инфляции.

Если у компании текущий $P/E = 10$, средние значения по экономике темпов роста производства, а также роста цены на продукцию и себестоимость, то при уровне инфляции в прошлом и будущем 5% годовых и росте ВВП на ближайшие 5-10 лет в размере 3% в год инвестор фактически будет получать реальную ставку от владения таким бизнесом $10\% - 5\% + 3\% = 8\%$. Номинальная же ставка будет равняться $10\% + 3\% = 13\%$.

В этой связи интересно оценить реальную доходность двух фондовых рынков (информация на начало 2020 г.) – России и США, используя основные фондовые индексы, а также значения макроэкономических показателей в прошлом и долгосрочные прогнозы на будущее.

	P/E	E/P	Инфляция	Рост ВВП	Реальная доходность
Россия	6,6	15,2%	3,4%	2,0%	$15,2\% - 3,4\% + 2,0\% = 13,8\%$
США	23	4,3%	1,8%	2,5%	$4,3\% - 1,8\% + 2,5\% = 5,0\%$

5. Самое интересное (вместо выводов)

- Фактически E/P – значение реальной доходности при условии нулевой инфляции и при допущении, что развитие компании нулевое, а также в случае равенства значения инфляции и темпов роста.
- Если текущее E образовано под влиянием инфляции (то есть часть прибыли из-за темпов инфляции) и инфляция в будущем будет на этом же уровне, то значение реальной доходности от владения акцией можно посчитать по формуле $E/P - i + a$.
- Если компания в будущем будет демонстрировать высокие темпы роста именно из-за развития и/или цены на ее продукцию будут расти стабильно выше инфляции (i), то номинальная и реальная доходность от владения акциями такой компании может быть существенно выше средней, а текущее значение P/E такой компании может быть выше среднего.
- При высоких темпах роста экономики и при равенстве инфляций P/E в развивающейся стране может быть больше, чем P/E в развитой стране.

*Стоит отметить, что при росте значения P/E доходность на окне год-два может быть значительно выше. Разберем, почему так происходит. Допустим $P/E = 4$, а $P = 100$, тогда $E = 25$ ($E = 100/4$). Через год компания заработала предполагаемый размер прибыли i , соответственно, стоимость ее капитала стала на 25 единиц больше. В этом случае, размер прибыли E уже следующего года составит 31,25 (с учетом реинвестирования прибыли прошедшего года с той же рентабельностью). Если предположить, что значение P/E за прошедший год возросло до 5, то в этом случае стоимость компании P будет составлять 156,25 ($P = 31,25 * 5$), что при начальной стоимости компании в 100 единиц соответствует доходности в 56,25% на годовом окне.*

7.2. Коэффициент P/BV (P/B)

В своих аналитических материалах УК Арсагера представляет прогноз различных финансовых коэффициентов. В данном материале мы подробно остановимся на таком финансовом коэффициенте, как P/BV.

Как рассчитать P/BV (P/B)

Коэффициент P/BV (price-to-book value) состоит из двух показателей: в числителе – капитализация компании, в знаменателе – ее балансовая стоимость.

С расчетом капитализации все просто: $P = Q_s * P_s$,

где P – капитализация компании;

Q_s – количество акций компании в обращении;

P_s – рыночная стоимость одной акции компании.

Теперь рассмотрим знаменатель. Синонимами «балансовой стоимости» являются «Собственный капитал» и, если мы ведем речь об акционерном обществе, «Акционерный капитал». Иными словами, это *активы компании, сформированные за счет собственных источников средств*. В российских стандартах учета собственный капитал состоит из следующих составляющих.

- Уставный капитал, который представляет собой номинальную сумму всех выпущенных в обращение акций.
- Добавочный капитал, который состоит из:
 1. разницы между средствами, полученными от реализации акций, и их совокупной номинальной стоимостью;
 2. переоценки стоимости основных средств.
- Резервы, предусмотренные законодательством и уставом компании.
- Нераспределенная прибыль компании – кумулятивный показатель прибыли за предыдущие годы и прибыль текущего периода, которые не были распределены обществом.

Все эти данные можно найти в бухгалтерском балансе компании. В общем случае собственный капитал можно рассчитать как разницу между активами компании и ее чистым долгом.

Почему коэффициент P/BV (P/B) так важен?

Фактически, коэффициент P/BV (P/B) – это соотношение рентабельности собственного капитала (ROE) к требуемой доходности.

$$\frac{P}{BV} = \frac{P/E}{BV/E} = \frac{E/BV}{E/P} = \frac{ROE}{r},$$

где P – капитализация компании;

BV – балансовая стоимость;

E – чистая прибыль компании;

ROE – рентабельность собственного капитала;

r – требуемая доходность (рыночная ставка).

Рассмотрим составляющие данной формулы подробнее.

Коэффициент цена/прибыль (**P/E**) показывает количество лет, за которое окупаются инвестиции в тот или иной бизнес. Если мы «перевернем» данный коэффициент, то получим соотношение **E/P** (соотношение чистой прибыли к стоимости компании), которое представляет собой ставку доходности (в процентах годовых), которую будет получать инвестор в виде чистой прибыли. Обозначим данную ставку как r . Фактически, r – это требуемая рыночная доходность от вложений в тот или иной бизнес.

Соотношение **E/BV** показывает, сколько было получено чистой прибыли на рубль собственного капитала, то есть это эффективность (рентабельность) собственного капитала, или, другими словами, **ROE (return on equity)**.

Итак, **ROE** – ставка, под которую в компании работают средства акционеров, а r – рыночная ставка доходности. Таким образом, P/BV (P/B) отражает эффективность работы средств акционеров в сравнении с рыночной доходностью, которую может получить инвестор.

Чем эффективнее используются собственные средства, тем больше может быть отрыв ставки, под которую работают средства акционеров в компании, от требуемых ставок доходности на рынке.

В связи с этой особенностью коэффициента P/BV (P/B) стоит рассмотреть одно из **распространенных заблуждений**, присутствующих на фондовом рынке: «если коэффициент P/BV больше среднеотраслевого, то компания переоценена рынком». На самом деле это может быть не так. Если по компании прогнозируется стабильно высокий уровень ROE (выше r), то абсолютно нормально, что коэффициент P/BV у нее будет выше среднеотраслевого, это лишь означает, что средства акционеров в данной компании работают эффективнее, чем в других компаниях той же отрасли. Зная об этом, можно не бояться приобретать акции компаний с высоким показателем коэффициента P/BV (P/B), ведь теперь вы знаете, что он выражает эффективность использования средств акционеров по отношению к требуемым ставкам доходности на рынке.

Как используется коэффициент P/BV (P/B) в УК Арсагера

При оценке компаний и прогнозировании их будущей стоимости мы используем коэффициент P/BV (P/B) следующим образом.

1. На первом этапе, согласно методике прогнозирования цен на акции, мы прогнозируем требуемую доходность для данной компании (то есть ставку r).
2. Далее, помня о том, что $P/BV = ROE/r$, нам необходимо спрогнозировать стабильный уровень ROE для данной компании.
3. Таким образом, мы получаем прогнозное значение коэффициента P/BV (P/B). Если мы умножим его на прогноз балансовой стоимости компании (BV), то получим стоимость компании в будущем.

♦ В рамках курса «Аспирантура» следующим читайте материал 7.4. Коэффициент P/S. А что он может?

7.3. Показатель ROE – это суть бизнеса

ROE (Return on Equity) – это показатель рентабельности собственного капитала компании, который демонстрирует отношение чистой прибыли к собственному капиталу компании. То есть ROE в 20% означает, что каждый рубль собственного капитала принес 20 копеек чистой прибыли.

ROE – это ключевой показатель для собственников бизнеса. Он позволяет определить эффективность и целесообразность ведения бизнеса. Чем выше ROE, тем выше эффективность, с которой в компании работают средства акционеров. При этом, если соотнести ROE с рыночной ставкой доходности (ROE/r), то можно определить эффективность работы средств акционеров в сравнении с рыночной доходностью, которую может получить инвестор. Это, в свою очередь, позволяет определить целесообразность ведения бизнеса. Если ROE компании стабильно ниже рыночных ставок доходности, то эффективнее будет ликвидировать компанию и вложить средства в рыночные активы. Например, если ROE некой компании стабильно держится на уровне 3% и нет перспектив увеличения ROE, то собственнику бизнеса будет рациональнее продать активы компании, а полученные средства положить на банковский депозит под ставку в 5%.

«Вложение в акции – это вложение в бизнес» – так звучит один из постулатов инвестирования УК Арсагера. Именно поэтому мы оцениваем бизнес с позиции собственника, уделяя максимальное внимание показателю ROE как отражению эффективности бизнеса.

В рамках нашей методики прогнозирования цен на акции показатель ROE используется для расчета прогнозного значения коэффициента P/BV. Фактически, коэффициент P/BV – это соотношение рентабельности собственного капитала (ROE) к требуемой доходности (то есть ставке r):

$$P/BV = (P/E)/(BV/E) = (E/BV)/(E/P) = ROE/r.$$

Аналитикам необходимо спрогнозировать стабильное значение ROE и требуемую доходность для определенной компании, что позволяет получить прогнозное значение коэффициента P/BV. Если мы умножим его на прогноз балансовой стоимости компании (BV), то получим стоимость компании в будущем.

Расчет ROE: можно встретить трактовку расчета ROE, когда чистую прибыль соотносят к среднему за период значению собственного капитала. Однако данный подход, на наш взгляд, несколько искажает суть показателя, занижая значение ROE, особенно при высоких показателях прибыли.

ROE – это ставка, под которую в компании работают средства акционеров. Можно сказать, что ROE – это доходность бизнеса. Соответственно, для расчета этой доходности (как и любой другой) необходимо соотносить размер инвестированных средств (собственного капитала) с полученным результатом (прибылью компании). Таким образом, ROE рассчитывается как отношение чистой прибыли к размеру собственного капитала компании на начало отчетного периода (как правило, года).

■ В рамках курса «Университет» следующим читайте материал 7.6. Взаимосвязь доходности акций и облигаций.

7.4. Коэффициент P/S. А что он может?

Ранее мы рассказали о таких важных коэффициентах, как P/B и P/E. Но понимание бизнеса компании не будет полным, если не уделить внимание такому показателю как P/S.

P/S – соотношение рыночной капитализации (стоимости) компании (P) к ее годовой выручке (S), или сколько годовых выручек стоит компания.

Какое отношение это имеет к вложенным средствам, что толку инвестору от убыточной компании, даже если у нее огромная выручка? Если P/E – это характеристика требуемой доходности на средства, вложенные в акции компании, а P/B – информация о том, за сколько можно купить компанию относительно того, что у нее уже есть (также данный коэффициент иллюстрирует и рентабельность собственных средств), то с P/S все гораздо менее очевидно. Часто аналитики игнорируют этот коэффициент, но правильно ли это?

1. Немного математики для понимания «физики»

$$\frac{P}{S} = \frac{P \cdot E}{S \cdot E} = \frac{E/S}{E/P} = \frac{ROS}{R}; P_{\text{буд.}} = \frac{ROS_{\text{буд.}} \cdot S_{\text{буд.}}}{R_{\text{буд.}}},$$

где ROS – рентабельность выручки (отношение чистой прибыли компании E к годовой выручке S);

R – требуемая доходность, она же E/P, знакомая нам по изучению коэффициента P/E.

Фактически это соотношение рентабельности выручки и требуемой доходности. А если прибыль отрицательная? Выручка же не может быть отрицательной! Тогда, зная фактическое значение коэффициента P/S и требуемой доходности, можно вычислить, какой может или должна быть прибыль от такой выручки. А вот для вычисления цены акции в будущем необходимо спрогнозировать выручку, ее рентабельность и уровень требуемой доходности.

2. Выручка – показатель полезности и нужности продукта/услуги людям

Выручка – это фактическая реализация товара/услуги за деньги, если она есть, значит товар/услугу купили и это кому-то нужно и обладает полезностью. Вспоминается способ подсчета ВВП при социализме – считали не то, что потребили, а то, что произвели. И то, что миллионы сандалий обувной фабрики «Скороход» просто лежали на складах, а народ стоял в очереди за импортной обувью, предпочитали не замечать. Таким образом, выручка показывает, что у предприятия есть товар или услуга, востребованные в определенном объеме и обладающие определенной конкурентоспособностью, в противном случае их бы не купили. А это уже ценность и, как следствие, стоимость! Любой бизнес в рыночной экономике может получать прибыль. Если товар или услуга не будут оплачены с прибылью, то их производство просто потеряет

смысл и они рано или поздно исчезнут. Поэтому извлечение из выручки чистой прибыли – дело в большей степени техническое и зависит от того, кем и как управляется компания. Необходимо отметить, что часто размер чистой прибыли занижают с целью уменьшения налога, поэтому выручка порой дает даже лучшее представление о потенциале и масштабе бизнеса, нежели чистая прибыль. Но еще раз оговоримся о рыночной экономике и об отсутствии серьезного вмешательства в деятельность компаний со стороны государства (например, жесткое регулирование тарифов).

3. P/S – возможно самый отраслевой из всех финансовых коэффициентов

Как же понять, какой рентабельности можно добиться от выручки компании в той или иной отрасли? Смотрите на конкурентов! Если определенная рентабельность выручки (E/S) удается другим, значит это возможно и в отдельно взятой компании, по крайней мере, на среднем уровне. Ну а если вырисовывается размер чистой прибыли (появление или увеличение), то и другие коэффициенты (P/E, P/B) помогают в определении стоимости. Важным вопросом является, когда это может произойти и произойдет ли?

4. Компании с низкими (ниже среднеотраслевых) показателями P/S – кандидаты на поглощение или покупку

Компания с низкой рентабельностью выручки или даже с убытками стоит, как правило, дешевле своих конкурентов по отрасли – по коэффициенту P/S. Здесь и заложен потенциал роста стоимости. Так как если другая, эффективная компания будет покупать этот низкорентабельный бизнес, то может заплатить стоимость исходя из среднеотраслевого коэффициента, потому что получит следующие выгоды:

- резко увеличит долю рынка;
- имея эффективные технологии управления подобным бизнесом, добьется необходимой рентабельности выручки (по крайней мере на среднеотраслевом уровне);
- сэкономит на масштабе, что увеличит рентабельность собственного капитала;
- уберет (какого-никакого) конкурента.

Часто именно поэтому покупатель оценивает поглощаемую компанию, ориентируясь на размер выручки (доли рынка), и платит хорошую премию к текущей рыночной цене, так как акции такой компании торгуются, как правило, с ориентацией на размер фактической, то есть низкой, прибыли.

5. Время все ставит на свои места

На практике есть большое количество примеров поглощений компаний с рентабельностью выручки ниже в среднем по отрасли. Мы не будем рассматривать случаи рейдерства или просто корпоративного воровства,

так как это не совсем экономическая составляющая. В качестве примера можно вспомнить поглощение с хорошей премией сверхэффективными мировыми пивными гигантами мелких и средних российских пивных заводов. Есть примеры и в розничном бизнесе (Вим-Биль-Данн, Калина), и в нефтяном (поглощение небольших нефтяных компаний и НПЗ компанией ТНК-ВР). Для инвесторов подобные события всегда достаточно выгодны – либо акции выкупались с премией к рынку, либо цена их росла из-за увеличения эффективности самой компании. Оценить сроки таких событий достаточно сложно (достоверно их знают только инсайдеры, чем порой и пользуются, но пусть это будет на их совести, и пусть борются с этим правоохранительные органы), но для инвестора важно иметь это в виду.

Выводы

- Выручка и, как следствие, коэффициент P/S – важная характеристика для оценки стоимости того или иного бизнеса, она отражает размер полезности бизнеса и возможную его прибыль.
- Большое значение для стоимости компаний с коэффициентом P/S ниже среднеотраслевых имеют сроки наступления возможных перемен – смена менеджмента, приобретение другой, более эффективной компанией и пр.
- При прогнозировании будущих стоимостей акций необходимо учитывать прогнозы, полученные с использованием коэффициента P/S.



7.5. Отраслевой коэффициент. А что у него есть?

1. Определение

Отраслевой коэффициент переводит в стоимость компании какие-то имеющиеся у нее специфические ресурсы, характерные для той или иной отрасли. Вычисляется он, как правило, делением стоимости компании на количество таких ресурсов. В результате у компаний одной отрасли появляется сопоставимая характеристика – оценка единицы ресурса. Как следствие, зная, например, средний коэффициент оценки этого ресурса по отрасли, можно оценить ту или иную компанию, используя только значение этого коэффициента и количество ресурса, имеющегося у компании (перемножив одно на другое). За редким исключением все виды ресурсов компаний можно отнести к четырем группам: запасы, мощности, инфраструктура, клиентская база. Для наглядности приведем примеры отраслей:

- запасы: нефте- и газодобывающие компании;
- мощности: электростанции;
- инфраструктура: телекоммуникации, электросети;
- клиентская база: мобильная связь, социальные сети.

2. Экономический смысл отраслевого коэффициента

Взаимосвязь коэффициентов P/E, P/B, P/S и стоимости компании подробно изложены в предыдущих материалах УК Арсагера. По смыслу отраслевой коэффициент ближе всего к коэффициенту P/S. То есть фактически в этом коэффициенте содержится потенциал и/или стабильность прибыли компании, что, естественно, имеет прямое отношение к стоимости бизнеса и его акций. С годами и при наличии определенной практики становится понятно, какую прибыль может приносить в той или иной отрасли единица ресурса, имеющаяся в распоряжении компаний. Например, 1 кВт мощности, вырабатываемый энергокомпанией, может быть продан на рынке за определенную сумму, далее у него есть себестоимость и прочие расходы, как итог – определенная норма прибыли. Взаимосвязь со стоимостью компании можно выразить через цепочку:

Ресурс -> Выручка -> Прибыль -> Стоимость (капитализация)

Зная средние показатели выручки и прибыли с единицы ресурса, можно сократить промежуточные звенья в оценке стоимости по этому коэффициенту, что фактически и образует отраслевой коэффициент:

Ресурс -> Стоимость (капитализация)

Важной особенностью является невидимый путь от ресурса к прибыли. Надо помнить одно неперемное условие при оценке любым способом и любым коэффициентом: **стоимость бизнеса задается прибылью.**

Если добываете нефть, то у вас есть прибыль с одного барреля, есть запасы в баррелях, и, как следствие, есть потенциал прибыли, которая может быть получена. Если производите энергию, то у вас есть прибыль с одного кВт, есть мощность в кВт, и, как следствие, есть потенциал прибыли, которая может быть получена. Также с одного км сети или м² торговой площади или с 1 000 пользователей (в социальных сетях через рекламу).

Если компании не удается получать прибыль от своих ресурсов, то по аналогии с коэффициентом P/S ее оценивают исходя из потенциала, вытекающего из наличия этих ресурсов и, как следствие, потенциальной прибыли, которая может быть получена в других условиях, например при других собственниках и менеджерах.

3. Исковерканное использование отраслевых коэффициентов

Очень часто на практике забывают или не знают о полной цепочке конвертации ресурса в стоимость:

Ресурс -> Выручка -> Прибыль -> Стоимость (капитализация)

По мнению специалистов УК Арсагера, очень важно понимать, что в разных странах и разных условиях ведения бизнеса эксплуатация одного и того же ресурса может приносить совершенно разное значение прибыли. Например, российские нефтяные компании наверное никогда не смогут получать прибыль с одного барреля нефти такую же, как их зарубежные коллеги в силу хотя бы налогового режима (прибыль наших нефтяников после определенных значений стоимости барреля облагается очень жестко, то есть сверхприбыль у них попросту изымается). Поэтому применять оценки зарубежных нефтяных компаний по коэффициенту P/запасы для вычисления стоимости российских нефтяных компаний просто неверно.

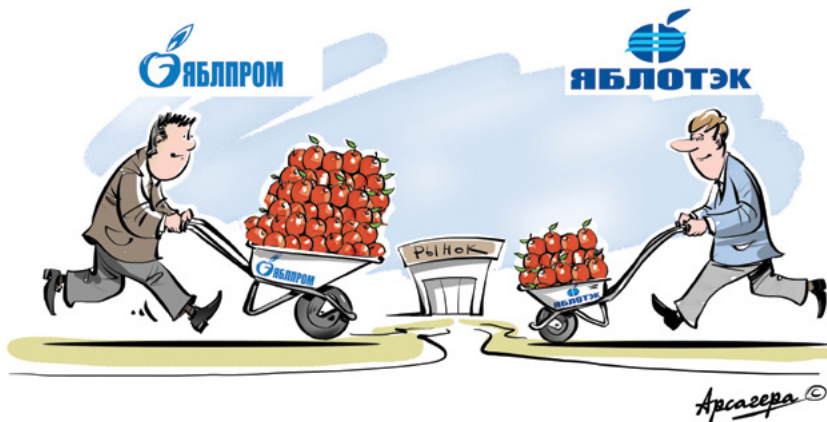
Тем не менее, в тех или иных отраслях такие приемы часто применяются различными аналитиками и сейлзами для продажи клиентам «инвестиционных» идей. Все случаи подводных камней рассмотреть просто невозможно, самое главное, помнить полную цепочку конвертации ресурса в стоимость бизнеса, которая уже дважды приведена в этой статье!

4. Список смыслов, заложенных в отраслевой коэффициент

- Денежный поток от эксплуатации ресурса и преобразование его в чистую прибыль бизнеса. Необходимо понимать все условия ведения бизнеса и нюансы, образующие математику получения прибыли с единицы ресурса.
- Постоянство, устойчивость бизнеса на будущее, то есть сроки получения чистой прибыли для оценки стоимости бизнеса в долгосрочном периоде.
- Эффективность использования имеющихся у бизнеса ресурсов и их потенциал. Необходимо оценивать возможности и реалистичность использования ресурсов компании хотя бы на среднеотраслевом уровне.

Выводы

- При оценке с помощью отраслевого коэффициента необходимо четко представлять размер получаемой и потенциальной прибыли от использования ресурсов компании и соотношение этого размера со стоимостью, получаемой при помощи отраслевого коэффициента.
- Отраслевой коэффициент нельзя выразить через соотношение ставок в отличие от коэффициентов P/E, P/B, P/S, то есть он не является абсолютным и не может быть единственным при оценке стоимости, и, как следствие, опять же необходимо понимать, какую прибыль может приносить ресурс компании.
- Использование отраслевого коэффициента одних компаний для оценки других возможно только при аналогичных условиях ведения бизнеса или потенциальной возможности получения схожей эффективности от использования ресурса.



P.S. Это было в середине 2000-х, а до окончания реформы РАО ЕЭС было еще несколько лет. Одним из этапов нашего тура по крупнейшим инвестдомам был Ренессанс Капитал. Сейлз Илья знакомил нас с профильными (отраслевыми) аналитиками, каждый из которых нахваливал акции именно своей отрасли. Илья особенно отмечал то, что в их компании работают несколько «звезд» – аналитиков европейского уровня, так называемых миллионников (годовой доход, который им причитался, превышал миллион долларов). Пришла и «звезда» по электроэнергетике, этот аналитик принял нас за очередных капиталоемких клиентов и начал продавать нам идею инвестиций в акции этой отрасли. Будучи иностранцем, он довольно сносно говорил по-русски, но порой в разговор вмешивался Илья и помогал переводом в сложных моментах.

Спустя десять минут его хорошо отработанного сейлзтока мы стали понимать, что основной (а точнее единственный) аргумент, побуждающий покупать акции электроэнергетики, это очень низкое значение коэффициента Р/УМ – стоимость компании, деленная на установленные мощности, то есть сколько через капитализацию акций компании стоит 1 кВт установленной мощности. Далее эти российские коэффициенты сравнивались с зарубежными и, естественно, они оказывались в разы ниже. Из чего делался вывод, что наши акции страшно недооценены и их срочно нужно покупать в расчете на кратный рост. Надо отдать должное, к этому моменту часть акций российских энергетических компаний здорово подросла, но по сравнению с зарубежными аналогами их коэффициенты выглядели все равно достаточно низкими.

К этому моменту мы очень хорошо разбирались в экономике электроэнергетических компаний и серьезного потенциала для прибыли у этих компаний не видели. Самый главный коэффициент Р/Е в текущий период и по прогнозам в будущем, мягко говоря, был неинтересен. Мы вступили в полемику с этой «звездой». Основным аргументом, который мы использовали в споре, был тезис о том, что любое акционерное общество должно приносить прибыль его акционерам и именно она задает стоимость компании.

Что толку от наличия мощности, которая не может и не сможет в будущем в условиях нашей страны (себестоимость, изношенность оборудования, налоговый режим, регулируемые тарифы и пр.) приносить прибыль на 1 кВт вырабатываемой энергии, равную прибыли, которую приносит 1 кВт энергии за рубежом?

После ряда таких четких вопросов «аналитик-звезда» понял, что перед ним какие-то непростые клиенты. Он взял себе в помощь языковой барьер, но все же мы дотошно объяснили ему смысл инвестирования в акции. Поняв, что низкими коэффициентами Р/УМ нас не затанешь (а других аргументов у него просто не было), он широко улыбнулся и спросил: «То есть вы пропустили весь рост, который уже состоялся в этих акциях?» Мы ответили: «Да, пропустили, но мы не зарабатываем деньги, играя на чужой рефлексии, последние покупатели получают большие убытки от таких инвестиций!.. Безусловно, это будете не Вы...». Он еще раз улыбнулся и удалился, сославшись на нехватку времени.

Впоследствии мы часто встречали у различных компаний и управляющих инвестиционные идеи в электроэнергетике, основанные исключительно на низкой стоимости Р/УМ. Рефлексивный процесс продолжался достаточно долго, но итог всем хорошо известен: акции энергетических компаний потеряли в среднем 75% своей стоимости.

◆ В рамках курса «Аспирантура» следующим читайте материал 8.3. Биссектриса Арсагеры или что должна делать каждая компания.

7.6. Взаимосвязь доходности акций и облигаций

Известно, что доходность облигаций (и депозитов) выражается в номинальных величинах. Так как в момент покупки она известна, то они называются инструментами с фиксированной доходностью (или fixed income). А вот сможет ли инвестор получить положительную реальную доходность от своих вложений (превзойдет ли номинальная доходность уровень инфляции) в момент покупки неизвестно.

Для оценки потенциала акций часто используется коэффициент P/E. Примечательно, что обратный коэффициент E/P характеризует уровень доходности, которую может получить инвестор в долгосрочной перспективе (также можно использовать показатель EPS (от англ. earnings per share)).

Акцию можно представить как облигацию без срока погашения, доходность которой можно рассчитывать по формуле: размер купона/стоимость облигации (практически E/P). Продолжая аналогию, можно сказать, что акция – это облигация, по которой четко не определены размеры будущих купонов, номинал погашения, а также сроки их выплаты.

Долгосрочная статистика развитых рынков показывает, что долговые инструменты (с приемлемым уровнем надежности) показывают более низкую доходность, чем акции. Аналогичную картину показывает и статистика российского фондового рынка за последние 22 года (с 1997 по 2019).

С точки зрения инвестора, рационально требовать от вложений в акции более высокой доходности в силу неопределенности «размера купона и срока погашения».

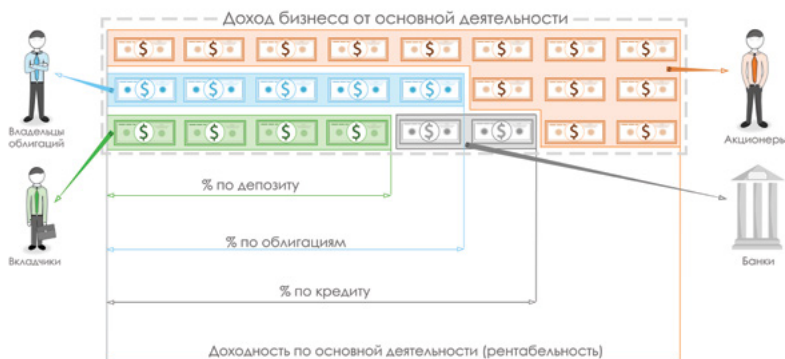
Облигации (и депозиты, которые потом выдают в виде кредитов) используются для долгового финансирования бизнеса. В общем случае бизнес будет брать в долг только если может заработать доходность, превышающую стоимость долгового финансирования. Если бизнес приносит существенно большую доходность, чем проценты по долгам, то бизнесмены будут увеличивать объем долга и расширять бизнес. Расширение бизнеса, как правило, ведет к снижению его доходности и естественным образом ограничивает возможности по использованию долгового финансирования. А увеличение спроса на долговое финансирование повышает ставки.

Если стоимость долгового финансирования будет слишком высокой (сопоставимой или выше, чем доходность бизнеса), это приведет к сокращению использования долгового финансирования и снижению спроса на кредитование со стороны бизнеса. Это в свою очередь снизит ставки долгового финансирования.

(Ставки по депозитам) < (Ставки по кредитам) < (Доходность бизнеса)
(Ставки по облигациям) <

Исторически средняя доходность вложений в акции на 3-4% превосходит доходность вложений в облигации. Например, вложения в облигации акционерного общества приносят номинальную доходность 7% годовых. При этом показатель P/E для акций этой же компании составляет 5 при P/BV = 1 и стабильной рентабельности собственного капитала. В этом случае вложения в акции этой компании потенциально могут приносить 20% годовых. Такая разница в доходности между вложениями в акции и облигации одной и той же компании, на наш взгляд, является чрезмерной.

Взаимосвязь доходности бизнеса и стоимости долгового финансирования



С математической точки зрения, для развивающихся стран (emerging markets) с укрепляющимся курсом национальной валюты коэффициент P/E должен быть выше, чем в развитых странах, потому что, как правило, в развивающихся странах темпы экономического роста выше. Математическое обоснование этого утверждения мы приводили в материале «Такой понятный и загадочный P/E». Однако инвесторы закладывают в оценку этих акций риски развивающихся рынков.

Рост коэффициента P/E может привести к росту российских акций. Но даже если P/E не будет расти, это делает вложения в акции привлекательными. Что произойдет с ценой акции через год, если прибыль (E) растет, а коэффициент P/E не меняется? Она вырастет! А на сколько? Правильно, на размер роста прибыли в процентах! Текущий P/E = 5 или $P_{\text{тек}} = E_{\text{тек}} * 5$. Например, рост прибыли составит 17%, тогда $E_{\text{буд}} = E_{\text{тек}} * (1 + 17\%)$, и при условии сохранения коэффициента на уровне 5 $P_{\text{буд}} = P_{\text{тек}} * (1 + 17\%)$. Для того чтобы цена акции в будущем не выросла, необходимо, чтобы коэффициент снизился на величину $(1 - 1/(1 + 0,17)) = 15\%$ и стал равным 4,3.

Ситуацию, при которой прибыли компаний растут, а цены их акций снижаются (коэффициент P/E снижается еще сильнее), мы в компании называем «сжимающейся пружиной». И это хорошая возможность для инвесторов, занимающихся регулярным инвестированием, сделать

как можно больше вложений с высокой потенциальной доходностью. И здесь же непонятно, чему больше радоваться: росту рынка или падению. В итоге такие инвестиции будут выгоднее, чем в случае поступательного роста, хотя психологическое спокойствие от того, что предыдущие вложения уже выросли в цене, безусловно, вещь важная.

Выводы

- Если существует значительная разница между доходностью долговых и долевого инструментов, то со временем она будет сокращаться. Например, денежная накачка мировой экономики будет вести к росту прибылей корпораций. Рост доходности долгового финансирования при этом маловероятен. Следовательно, сокращение разницы в доходностях между вложениями в облигации и акции, скорее всего, будет происходить за счет курсового роста последних.
- Даже при сохранении невысокого уровня P/E российского фондового рынка доходность вложений в акции может быть достаточно хорошей. В случае увеличения этого показателя рост стоимости акций будет еще более значительным. Особенно при росте прибылей корпораций.



7.7. Линия Тишина

Какая взаимосвязь между количеством денег в экономике и стоимостью акций? Деньги являются универсальным эквивалентом и выполняют следующие функции:

- средство обмена;
- мера стоимости;
- средство платежа;
- средство накопления;
- мировые деньги.

Рассмотрим более детально как количество денег, которое в данный момент обращается в экономике, влияет на такие их функции как мера стоимости и средство обмена.

Количество денег в экономике – это неформальный показатель. Для точной оценки используют макроэкономические показатели (денежные агрегаты). Самый простой показатель M0 – это объем всех наличных денег в обороте. Затем идет показатель M1 – это наличные + безналичные деньги (те деньги, которые находятся на счетах предприятий и вкладах до востребования). Показатель M2, или денежная масса, наиболее широко характеризует количество денег и учитывает показатель M1 + банковские депозиты.

Монетизация экономики – это показатель, который характеризует насыщенность экономики деньгами. Он рассчитывается как отношение денежной массы (показатель M2) к ВВП и позволяет сравнить объем товарной массы, производимой в экономике, с количеством денег.

Международная практика показывает, что для проведения расчетов (нормального обмена товарами и услугами) необходима монетизация на уровне 40%.

Для осуществления нормальных инвестиций в основной капитал уровень монетизации экономики должен быть не ниже 80%.

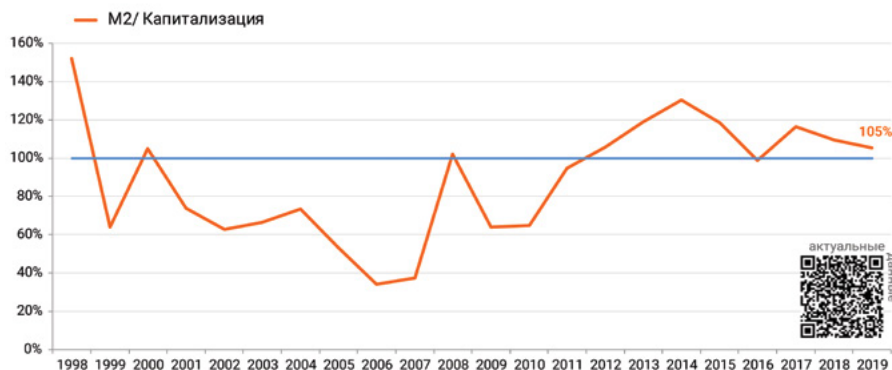
По итогам 2019 года монетизация экономики России составила 47,26%. В то же время значение этого показателя в развитых экономиках колеблется в диапазоне 80-100%, а у растущей экономики Китая – около 200%.

Фондовый рынок – это не рулетка, а способ обмена производительными активами в экономике. Если сравнить денежную массу с капитализацией фондового рынка (M2/Капитализация), то можно увидеть, достаточно ли денег в экономике для адекватной оценки бизнеса.

Для любой экономики является нормальной ситуация, когда стоимость всех активов (капитализация) больше чем количество денег (M2/Капитализация меньше 100%), в том числе и потому, что не может 100% активов одновременно участвовать в обороте.

Например, на Московской Бирже в течение одной торговой сессии в среднем обращается 0,1-0,2% от общего количества акций, но именно этот оборот задает стоимость всех 100% по итогам дня.

Превышение показателем M2/Капитализация уровня 100% может свидетельствовать о недооцененности фондового рынка. В этот момент спрос на деньги столь высок, а активы выставляются на продажу по столь низким ценам, что суммарная стоимость активов становится ниже общего количества денег.



Минимальное значение индекса МосБиржи 18,53 было зафиксировано в 1998 году. Это худшая оценка стоимости российских компаний на фоне максимального уровня пессимизма. Соотношение денежной массы (показатель M2) к капитализации фондового рынка в августе 1998 года составляло 373%, а монетизация экономики – 17,3%. Соотношение денежной массы, ВВП и капитализации фондового рынка в 1998 году позволило сформировать коэффициент, соответствующий «худшим ожиданиям».

В настоящее время с точки зрения экономического развития наша страна стала намного сильнее по сравнению с 1998 годом.

Соответственно, используя полученный коэффициент для 1998 года с поправкой на текущие значения ВВП, денежной массы и монетизации, можно вычислять значения индекса, соответствующие «худшим ожиданиям».

Исходные данные

Год	Денежная масса (M2), млрд руб.	Капитализация, млрд руб.	ВВП, млрд руб.	Индекс МосБиржи	Монетизация экономики (M2/ВВП)
1998 _{min}	368,80	98,87	–	18,53	–
1998	453,70	298,49	2 629,62	45,34	17,25%
1999	714,60	1 117,80	4 823,23	151,87	14,82%
2000	1 150,60	1 095,42	7 305,65	144,39	15,75%
2001	1 609,40	2 176,11	8 943,58	237,63	17,99%
2002	2 130,50	3 400,93	10 830,54	318,91	19,67%

Год	Денежная масса (M2), млрд руб.	Капитализация, млрд руб.	ВВП, млрд руб.	Индекс МосБиржи	Монетизация экономики (M2/ВВП)
2003	3 205,20	4 812,61	13 208,23	514,71	24,27%
2004	4 353,90	5 937,30	17 027,19	552,22	25,57%
2005	6 032,10	11 273,67	21 609,77	1 011,00	27,91%
2006	8 970,70	26 353,18	26 917,20	1 693,47	33,33%
2007	12 869,00	34 452,53	33 247,51	1 888,86	38,71%
2008	12 975,90	12 734,37	41 276,85	619,53	31,44%
2009	15 267,60	23 783,81	38 807,22	1 370,01	39,34%
2010	20 011,90	30 890,87	46 308,50	1 687,99	43,21%
2011	24 204,80	25 533,90	60 282,50	1 402,23	40,15%
2012	27 164,60	25 676,78	68 163,90	1 474,72	39,85%
2013	31 155,60	26 247,02	73 133,90	1 504,08	42,60%
2014	31 615,70	24 259,01	79 030,00	1 396,61	40,00%
2015	35 179,70	29 656,66	83 087,40	1 761,36	42,34%
2016	38 418,00	38 949,50	85 616,10	2 232,72	44,87%
2017	42 442,20	36 423,10	91 843,20	2 109,74	46,21%
2018	47 109,30	43 093,70	104 335,00	2 369,33	45,15%
2019	51 680,00	49 022,00	109 361,50	3 045,87	47,26%

Порядок расчета

M2/ВВП (монетизация экономики) характеризует обеспеченность экономики деньгами. По итогам 1998 года составила 17,25%.

M2/Капитализация – соотношение денежной массы и стоимости всех ценных бумаг, обращающихся на бирже. В точке исторического минимума индекса МосБиржи (18,53) 5 октября 1998 года, M2/К равнялся 373%. Иными словами, рынок был недооценен настолько, что представлялось возможным купить все акции лишь за четверть денежной массы.

Рассчитаем коэффициент изменения монетизации, показывающий как изменялось соотношение M2/ВВП в сравнении с точкой минимума:

$$K_{\text{монет}} = \frac{\text{Монетизация}_{\text{текущая}}}{\text{Монетизация}_{1998}}$$

С годами происходило увеличение монетизации экономики, т.е. менялась база для формирования стоимости активов.

Чтобы понять, как изменение денежной массы M2 и ВВП отразится на оценке стоимости активов, скорректируем текущие значения показателя M2/Капитализация с учетом изменения монетизации.

При росте монетизации экономики (то есть при увеличении ее насыщенности деньгами) показатель (M2/Капитализация)_{1998min} должен уменьшаться. Это

означает, что при большем объеме денег стоимость активов не должна проседать столь значительно, как это было в 1998 году.

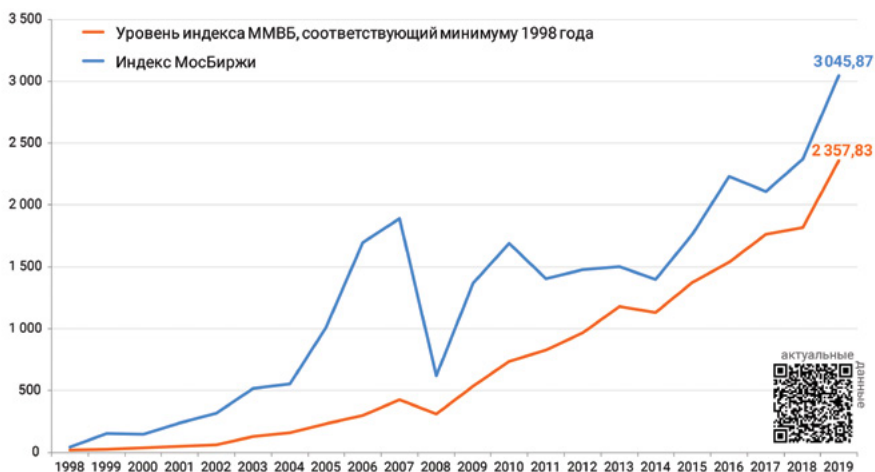
Чтобы найти $(M2/\text{Капитализация})_{1998\text{min}}$, соответствующий текущим экономическим реалиям, мы должны разделить его на текущий коэффициент изменения монетизации $K_{\text{монет}}$.

Затем мы соотносим текущие значения индекса МосБиржи и текущие значения $(M2/\text{Капитализация})$ и $(M2/\text{Капитализация})_{1998\text{min}}$.

Используя пропорцию, мы находим значение индекса МосБиржи, соответствующее «худшим ожиданиям».

Год	M2/ Капитализация	$K_{\text{монет}}$ коэффициент изменения монетизации	$(M2/\text{Капитализация})_{1998\text{min}}$ с учетом изменения монетизации	Индекс МосБиржи, соответствующий наихудшим ожиданиям 1998 года	Отклонение фактического значения индекса МосБиржи от линии Тишина
1998 _{min}	3,73	1,00	3,73	18,53	0,00%
1998	1,52	1,00	3,73	18,48	145,40%
1999	0,64	0,86	4,34	22,35	579,46%
2000	1,05	0,91	4,09	37,12	289,02%
2001	0,74	1,04	3,58	49,14	383,56%
2002	0,63	1,14	3,27	61,07	422,24%
2003	0,67	1,41	2,65	129,26	298,20%
2004	0,73	1,48	2,52	160,90	243,21%
2005	0,54	1,62	2,31	234,63	330,89%
2006	0,34	1,93	1,93	298,52	467,28%
2007	0,37	2,24	1,66	424,35	345,12%
2008	1,02	1,82	2,05	308,37	100,91%
2009	0,64	2,28	1,64	537,63	154,82%
2010	0,65	2,50	1,49	734,29	129,88%
2011	0,95	2,33	1,60	829,33	69,08%
2012	1,06	2,31	1,61	966,13	52,64%
2013	1,19	2,47	1,51	1 181,83	27,27%
2014	1,30	2,32	1,61	1 131,43	23,44%
2015	1,19	2,45	1,52	1 374,63	28,13%
2016	0,99	2,60	1,43	1 535,53	45,40%
2017	1,17	2,68	1,39	1 765,28	19,51%
2018	1,09	2,62	1,43	1 817,22	30,83%
2019	1,05	2,74	1,36	2 357,83	29,18%

Если рассчитать эти значения с 1998 года, то мы получим линию, характеризующую точки максимального пессимизма, ниже которых не должно опускаться значение индекса. Данная линия получила название «линии Тишина» в честь аналитика, предложившего данный подход. Она характеризует «последний рубеж обороны», своеобразное «дно» рынка, соответствующее уровню 1998 года, но с учетом текущих макроэкономических реалий.



Выводы

- Существует прямая взаимосвязь между объемом денег и стоимостью активов.
- При росте денежной массы и увеличении монетизации экономики увеличиваются и критические значения для стоимости активов.
- На конец 2019 года фактическое значение индекса МосБиржи превышало линию Тишина на 29,18%. Минимальное значение по итогам года за всю историю наблюдений было зафиксировано в 2017 году и оно составило 19,51%.

P.S. На момент подготовки книги к печати в марте 2020 года зафиксировано значение индекса МосБиржи ниже линии Тишина.

7.8. Фундаментальная оценка российского фондового рынка – индекс Арсагеры

Многие участники фондового рынка утверждают, что стоимость акций зависит от чего угодно, только не от фундаментальных показателей деятельности бизнеса (прибыли, выручки, балансовой стоимости). Другие говорят о том, что текущие значения стоимости акций не отражают их стоимости, базирующейся на фундаментальных характеристиках деятельности компании, то есть фундаментальной стоимости.

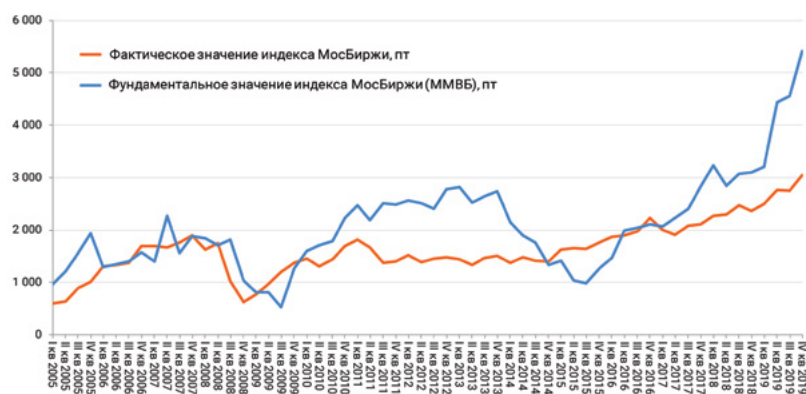
Мы уже проводили исследования относительно взаимосвязи фундаментальных показателей бизнеса и его стоимости. Чтобы нагляднее продемонстрировать эту взаимосвязь, мы разработали показатель под названием индекс Арсагеры.

Индекс Арсагеры



Индекс Арсагеры – это расчетный индекс, который демонстрирует величину отклонения фундаментальной (расчетной) капитализации индекса МосБиржи от его фактического значения.

Индекс МосБиржи и его фундаментальное значение, пт

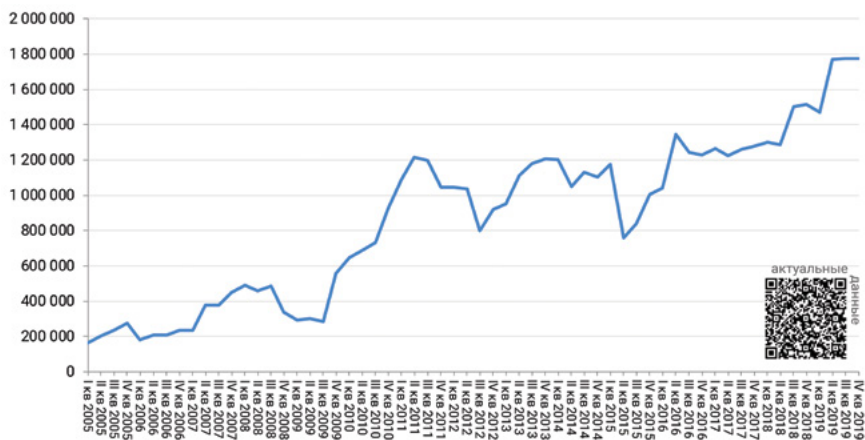


Глядя на значение индекса Арсагеры, можно сказать, насколько фундаментальная капитализация индекса МосБиржи отклоняется от фактической капитализации.

Если изменение индекса МосБиржи выражает динамику фондового рынка России, то индекс Арсагеры демонстрирует в динамике отражение фундаментальных показателей в стоимости акций.

Обращаем внимание, что расчет индекса Арсагеры осуществляется на основе фактических данных. Поэтому будет некорректно использовать само по себе отклонение индекса как сигнал для покупки или продажи акций. Необходимо оценивать перспективы бизнеса. Значительное положительное отклонение индекса Арсагеры (например, с 3 квартала 2011 по 4 квартал 2013) может свидетельствовать как о фундаментальной недооцененности, так и об ожиданиях по снижению прибыльности компаний. И наоборот, значительное отрицательное отклонение (например, 3 квартал 2015) может говорить не о переоцененности рынка, а об ожидании повышения прибыльности компаний в будущем.

Годовая скользящая прибыль компаний, входящих в индекс МосБиржи, млн руб.

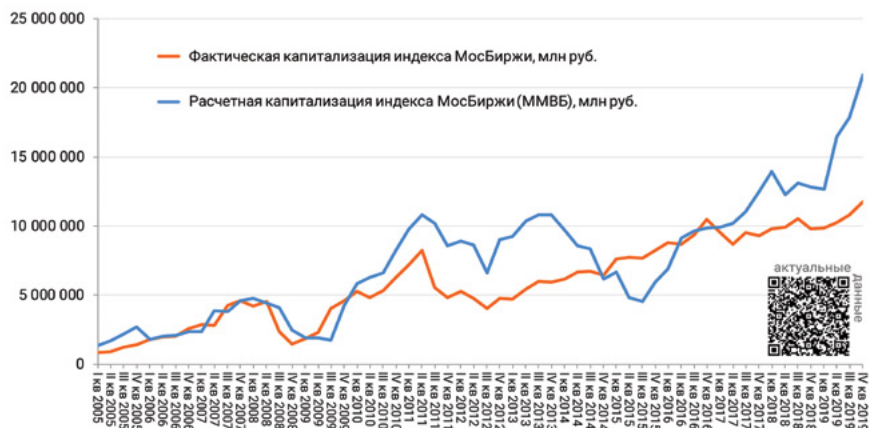


Индекс Арсагеры демонстрирует взаимосвязь экономики компаний и стоимости их акций

Индекс Арсагеры позволяет наглядно продемонстрировать взаимосвязь между эффективностью работы компании и стоимостью ее акций. Постоянные колебания стоимости акций создают иллюзию отсутствия взаимосвязи. В то же время ежеминутные хаотичные колебания рынка превращаются в закономерность на длинных временных интервалах – год, три, пять. Конечно, рост акций зависит от того, покупают их или нет. Но готовность покупать зависит от результатов бизнеса и доходов, которые он приносит акционерам.

В расчете индекса Арсагеры мы опирались на прибыль, демонстрируемую компанией, как на базовый фундаментальный показатель эффективности бизнеса. Чем выше прибыль компаний, входящих в расчет индекса, тем выше расчетная капитализация. Отметим, что с конца 2012 года в состав индекса входят и строительные компании. Для них вместо показателя прибыли мы используем значение изменения нераспределенной прибыли в собственном капитале из отчетности МСФО.

Расчетная и фактическая капитализация индекса МосБиржи



На графике видно, что фактическая капитализация, складывающаяся из цен акций на фондовой бирже, совершенно явно коррелирует с расчетной капитализацией, что подтверждает тезис о взаимосвязи эффективности деятельности бизнеса и его рыночной капитализации.

График с фактической капитализацией индекса МосБиржи отличается от графика со значением индекса. Связано это с тем, что база расчета индекса периодически изменяется, с 12 эмитентов в 2004 году она была расширена до 47 эмитентов в 2015 году, поэтому капитализация индекса выросла значительно, чем сам индекс. На начало 2020 года в индекс МосБиржи входит 36 эмитентов. Кроме того, при расчете индекса МосБиржи применяется так называемый весовой коэффициент, ограничивающий максимальную долю эмитента в индексе. Увеличение данного коэффициента ведет к увеличению капитализации индекса, тогда как роста цен на акции может и не наблюдаться.

Подробнее о расчете индекса Арсагеры

Первый этап расчета индекса – оценка доходности, требуемой от вложения в долевыми инструментами. Для ее определения мы использовали информацию об уровне доходности долговых инструментов. В данном случае корзины ОФЗ (облигации федерального займа), но, возможно, в дальнейшем мы будем использовать индекс CBonds. Доходность долговых инструментов

с коэффициентом 1,5 позволяет определить доходность, требуемую от вложения в долевыми инструментами, другими словами, получить коэффициент E/P (величина обратная P/E).

При текущем уровне ставок требуемая доходность по долевым инструментам в 1,5 раза превышает доходность долговых. Данный коэффициент влияет на расположение нулевой отметки на оси Y графика «Индекс Арсагеры», сама форма графика при изменении коэффициента не меняется.

На втором этапе, используя информацию о прибылях компаний, входящих в индекс МосБиржи, мы рассчитываем фундаментальную капитализацию индекса МосБиржи по следующей формуле:

$$P_{\text{фунд}} = E/(E/P),$$

где $P_{\text{фунд}}$ – фундаментальная капитализация индекса МосБиржи;

E – прибыль компаний, входящих в индекс МосБиржи (прибыль берется скользящим окном за 4 квартала);

E/P – доходность, требуемая от вложения в долевыми инструментами.

На третьем этапе, разделив фундаментальную капитализацию индекса МосБиржи на фактическую (и выразив эту величину как процентное отклонение), получаем цифровую характеристику отклонения фундаментальной капитализации от фактической – индекс Арсагеры.

Исходя из значений индекса Арсагеры и МосБиржи, рассчитывается фундаментальное значение индекса МосБиржи, которое представлено на графике «Индекс МосБиржи и его фундаментальное значение».

В нашем материале «Индексный фонд. Выбор и смысл» мы подробно описали преимущества и недостатки индексного инвестирования.

База расчёта индекса МосБиржи пересматривается ежеквартально. Какие-то акции исключаются из расчёта индекса, какие-то добавляются. Как следствие, изменяется состав индексного портфеля.

Помимо изменения состава ежеквартально меняются доли тех акций, которые остаются в индексе. Доля каждой акции, представленной в индексе МосБиржи, пропорциональна капитализации фри-флоата (free-float – доля акций, находящихся в свободном обращении). На капитализацию фри-флоата влияют изменение цен на акции, дополнительные эмиссии, бай-бэки, SPO и пр. Все это отслеживается по итогам ежеквартального пересмотра базы расчёта индекса. Поэтому управление индексным портфелем состоит не только в ежеквартальном исключении вышедших из индекса акций и добавлении новых, но и в ребалансировке тех акций, которые остались в индексе, в соответствии с изменением их пропорций по итогам пересмотра базы расчёта индекса.

Если рассматривать индексный портфель, повторяющий структуру индекса МосБиржи, то индекс Арсагеры будет характеризовать отклонение рыночной стоимости именно такого портфеля от его фундаментально обоснованной стоимости. При изменении базы расчёта индекса МосБиржи мы синхронно

изменяем и базу расчёта индекса Арсагеры и долю прибыли компании, приходящейся на фри-флоат (при изменении фри-флоата).

Поэтому после пересмотра базы расчёта может существенно измениться значение индекса Арсагеры при том, что значение самого индекса МосБиржи останется тем же.

Также отметим, что для портфеля, отличающегося от индексного, другим будет и значение, и сам расчёт индекса Арсагеры. Если портфель составлен только из фундаментально недооцененных акций ($E/P > 1,5$ ставки ГКО-ОФЗ), то значение индекса Арсагеры для такого портфеля будет положительным, и, наоборот для портфеля, составленного из фундаментально переоцененных акций ($E/P < 1,5$ ставки ГКО-ОФЗ), значение индекса Арсагеры будет отрицательным.

Естественно, что суммарное отклонение всего портфеля складывается из отклонения каждой акции от её фундаментально обоснованной стоимости (какая-то больше, какая-то меньше, какая-то в плюс, какая-то в минус). Изучая состав портфеля (базу расчёта индекса), можно оценить влияние каждой позиции на отклонение от фундаментально обоснованной стоимости.

Выводы

- Индекс Арсагеры наглядно демонстрирует взаимосвязь между экономикой компании и стоимостью ее акций.
- Нельзя трактовать значения индекса механически. Так как индекс рассчитывается по фактическим данным, чтобы принимать инвестиционные решения, необходимо оценивать перспективы бизнеса.
- Индекс Арсагеры полезен в период паники, когда происходит значительный отрыв текущей стоимости активов на фондовом рынке от их фундаментальной стоимости. Индекс Арсагеры позволяет принимать инвестиционные решения даже в такие периоды, опираясь на фундаментальные показатели.

P.S. Учитывая всю важность информации, демонстрируемой индексом Арсагеры, мы приняли решение рассчитывать и раскрывать его значение на ежедневной основе в специальном разделе, посвященном индексу Арсагеры на сайте компании.



- В рамках курса «Университет» следующим читайте материал 8.5. Чем защита прав акционера отличается от гринмейла?

Глава 8. Корпоративное управление

8.1. Обязательства акционерного общества перед кредиторами и акционерами

Для начала следует уточнить, что термин «общество», или «компания», является абстрактным, под ним понимается единство следующих субъектов: акционеров (в первую очередь крупных), совета директоров и топ-менеджмента. Два последних фактически являются выбором акционеров, но именно появление этих выборных органов (совет директоров, топ-менеджмент) приводит на практике к появлению такого явления, как действия «самой компании», так как только они могут инициировать определенные процессы.

В общем случае у общества существует только два источника финансирования и развития – долговой (облигации, займы, кредиты и подобное) и долевой (акции). Например, получаемые обществом ежегодные прибыли, которые направляются на развитие, также пример долевого финансирования, так как фактически, являются средствами акционеров.

Необходимо отметить, что два данных источника, как правило, тесно взаимосвязаны. А еще точнее – объем долгового финансирования зависит от объема собственного капитала компании, то есть объема долевого. На практике часто соотношение этих капиталов варьируется около 1:1. Есть специфические особенности в различных отраслях, но в целом указанное соотношение довольно распространено для компаний нефинансового сектора. Как следствие указанной зависимости, при росте собственного капитала общества растет и возможность увеличения используемого им долгового капитала. Также немаловажным является уровень процентных ставок, по которым привлекается и обслуживается долговой капитал. Чем надежней компания, тем ниже процентные ставки для нее. Чем больше соотношение собственного капитала к долгу, тем надежней компания. Таким образом, оптимальный темп развития компании достигается при условии сбалансированного изменения обоих источников финансирования.

Акционерное общество с возможностью неограниченного привлечения долевого капитала (об этом речь пойдет ниже) справится с любым масштабным проектом и победит в конкурентной борьбе. Поэтому базовым условием развития и успешности акционерного общества является в первую очередь доверие акционеров, как текущих, так и потенциальных, а уже затем кредиторов. На практике определенные законодательно права кредиторов инвертируют логику поведения акционерного общества – права кредиторов существуют и четко определены. Компания понимает, что их надо исполнять, а в отношении акционеров, особенно миноритарных, действует остаточный и необязательный принцип. Является ли это правильным поведением с учетом того, что первоисточником развития является долевой капитал? Является ли правильным поведением принцип: долевой (акционерный) капитал не стоит

ничего, один раз привлечен и никуда больше не денется? Специалисты компании Арсагера дают однозначный ответ: НЕТ!

Права лиц, предоставивших долговой капитал

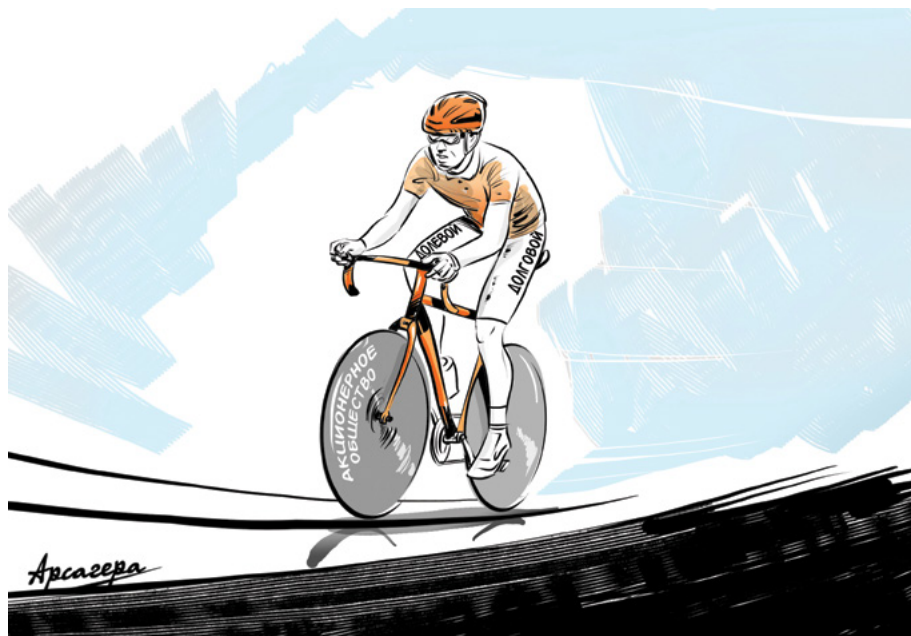
Нет смысла заострять внимание на правах кредиторов, они хорошо известны, и ни у кого не возникает вопросов о наличии обязательства перед тем, кто предоставил средства в долг. Срочность, процентная ставка, размер суммы долга – это характеристики заемного капитала. Кредитор вправе требовать уплату в оговоренный срок суммы с оговоренными процентами, если же акционерное общество не выполняет обязательств, у кредитора есть право требовать исполнения их через суд со всеми вытекающими последствиями вплоть до банкротства компании. Кредитор, как инвестор, вложил капитал в компанию и желает получить сумму самого капитала и проценты по нему. Все ясно и понятно.

Права лиц, предоставивших долевой капитал

Из закона «Об акционерных обществах» базовые права акционера – это:

- право на получение части прибыли в виде дивидендов;
- право на участие в управлении через участие в общем собрании акционеров;
- право на часть имущества при ликвидации компании.

Как мы видим, в этих правах нет ни срочности, ни размера уплачиваемых процентов, да и размер самой суммы отсутствует. С какой же целью



инвесторы приобретают такой финансовый инструмент, как акции? С уверенностью можно сказать, что акционеры, как и кредиторы, вкладывают средства с целью отдачи на капитал и возможностью получить эту отдачу. Целесообразность такого рода вложений только одна – возможность получить большую отдачу на свой капитал, нежели кредиторы. В противном случае приобретение такого инструмента, как акции, теряет смысл. Результат таких вложений зависит от успеха коммерческой деятельности компании, и именно это, и только это должно являться риском инвестора-акционера. Таким образом, **главным обязательством акционерного общества является конвертация результата коммерческой деятельности в стоимость вложений акционера.**

Простой пример: в случае получения обществом прибыли и, как следствие, прироста собственного капитала, вложенного акционерами, последние должны получить этот результат в аналогичном размере через курсовую стоимость и/или дивиденды.

Только те акционерные общества, которые исполняют обязательства по отношению к своим акционерам, можно назвать добросовестными по аналогии с добросовестным должником, возвращающим средства в должном объеме и точно в срок.

Также верно и то, что на открытом рынке таким компаниям инвесторы будут доверять и предоставлять средства в собственный (долевой) капитал путем приобретения их акций при первичном размещении. При этом вторичное обращение акций также будет отражать результаты коммерческой деятельности, так как инвесторы будут знать, что если участники торгов по каким-либо причинам не отразят в курсовой стоимости акций экономику компании, то сама компания добьется указанного соответствия. Следует отметить, что справедливость цены на вторичном рынке имеет под собой вполне рациональную основу для акционерного общества – в случае необходимости размещения дополнительной эмиссии акций компания сможет привлечь средства в капитал без ущемления имущественных интересов уже существующих акционеров. Кроме того, такой источник финансирования всегда должен быть в распоряжении компании, особенно с учетом того, что второй источник – долговое финансирование находится в жесткой взаимосвязи с ним, как уже говорилось выше.

Деятельность органов управления акционерным обществом

Теперь поговорим о том, кто отвечает перед акционерами за исполнение этих обязательств и как акционеры должны оценивать работу органов управления обществом – топ-менеджеров и совета директоров.

За успех коммерческой деятельности в первую очередь отвечают топ-менеджеры компании. Именно они должны обеспечивать максимальный прирост собственного капитала компании в долгосрочном периоде. Основной характеристикой данной деятельности является рентабельность

собственного капитала (ROE) или скорость роста собственных средств компании в результате основной деятельности. Следует помнить, что у акционеров всегда есть альтернативная возможность прироста своих средств, например со скоростью в размере ставки по депозиту.

Совет директоров, согласно своим полномочиям, задает рамки и контролирует деятельность топ-менеджмента, в том числе определяя того, кто будет данным исполнительным органом. Поэтому совет директоров частично несет ответственность и за результаты основной деятельности общества. Одним же из главных обязательств совета директоров перед акционерами является отражение в стоимости акций результатов коммерческой деятельности компании, так как только у совета директоров есть возможность инициировать необходимые для этого процессы.

Удивительно, но часто даже крупные собственники, от которых зависит выбор и поведение исполнительных органов, не знают своих обязательств и не понимают, что должны делать топ-менеджмент и совет директоров принадлежащей им компании. Компания обеспечивает им какой-либо денежный поток, зачастую серым или даже черным способом. О том, что данный актив может приносить совершенной иной уровень дохода, такой собственник даже не догадывается, особенно когда имущество досталось ему недорого, например в результате специфической приватизации. Действительно, даже небольшая отдача на вложенные средства вполне может устраивать владельца, особенно с учетом того, что он присваивает весь финансовый результат, принадлежащий в том числе и другим (миноритарным) акционерам. Главным же риском таких компаний является то, что при такой системе работы рано или поздно компания становится неэффективной, проигрывает в конкурентной борьбе и уходит с рынка, оставляя у такого собственника лишь воспоминания о прошлых денежных потоках.

Только собственники, которые во главу угла поставили сохранение и преумножение стоимости бизнеса, добиваются максимальных доходов от владения своим имуществом. Компании с таким подходом максимально конкурентоспособны и живут долгое время.

Ответственность исполнительных органов перед собственниками:

- топ-менеджмент – за прирост собственных средств как результат основной деятельности,
- совет директоров – за отражение этого результата в курсовой стоимости и/или дивидендах.

Руководствуясь этими принципами, акционеры должны избирать представителей в данные органы, а в последующем и принимать их работу. Именно эти критерии крупные собственники должны использовать, оценивая способности соответствующих специалистов.

Если провести аналогию долевого инструмента с долговым, то процентной ставкой является ROE, а сроком может быть отчетный год, по итогам которого получен этот финансовый результат. Таким образом, исполнением обязательств компанией перед акционерами является получение ими прироста (в случае прибыли) собственного капитала в виде курсовой стоимости и/или дивидендов в разумный срок по итогам очередного финансового года.

Следует отметить, что риском акционеров в части принадлежащих им акций должен являться именно результат коммерческой деятельности компании (наличие прибыли или убытка), который выливается в размер ROE, а не риск выполнения или невыполнения обязательств общества по отражению этого результата в стоимости акций и дивидендах. Именно поэтому к компаниям с четко прописанной и исполняемой дивидендной политикой инвесторы относятся положительно. Дивидендная политика – пусть не полный, но четко прописанный и озвученный элемент исполнения обязательств перед акционерами.

Замкнутый круг. Недоверие инвесторов – невозможность привлечения долевого капитала

В нашей стране крупнейшим собственником является государство. Люди, которые ответственны за управление государственной (народной) собственностью, фактически не могут мыслить категориями собственника этого имущества (так как ими не являются) и, как следствие, стремиться к увеличению его стоимости. Они скорее думают о том, как в период управления государственной собственностью использовать эту власть с выгодой для себя. Именно поэтому, согласно многочисленным исследованиям, эффективность управления государственным имуществом – одна из самых низких в рыночной экономике. Но мы не призываем к полному отказу от государственной собственности – это неверно, мы лишь настаиваем на том, что должны быть закреплены критерии управления этой собственностью. Как следствие, должны публично освещаться и результаты, и их оценки согласно принятым критериям. И именно на основании этого конкретные люди должны участвовать или не участвовать в управлении государственным имуществом. Критерии оценки результата работы органов акционерного общества мы изложили выше.

На данный момент на российском фондовом рынке сложилась интересная ситуация. Компании, причем не только государственные, не могут в должном количестве и по приемлемым ценам привлечь средства в акционерный (долевой) капитал в первую очередь от главного и самого правильного инвестора – от собственных граждан. При этом стоит отметить, что средства у граждан имеются – один только объем депозитов составляет около 30 трлн руб., не говоря уже об огромном оттоке капитала за рубеж вследствие недоверия к собственной экономике, основной причиной которого является отсутствие правовой защиты инвестиций, то есть неисполнение в том или ином виде обязательств компаний по отношению к своим акционерам.

Возник замкнутый круг – инвесторы не видят исполнения обязательств перед ними и поэтому не инвестируют в акции компаний, как следствие, компании не видят возможности привлечь средства в долевого капитал по хорошим ценам и не считают нужным напрягаться и выполнять целый спектр обязательств перед акционерами. Как результат, мы становимся свидетелями нерыночных цен на акции (например, торговля на вторичном рынке ниже балансовой стоимости) и кривых дополнительных эмиссий в компаниях с государственным участием. Подобная практика встречается и в частных компаниях, особенно когда основным собственником является какой-нибудь олигарх, получивший эту собственность задешево и сомнительным способом.

Разомкнуть данный порочный круг могут не инвесторы, а именно компании (топ-менеджмент, совет директоров, крупный собственник). Для широкого круга инвесторов акция должна превратиться в финансовый инструмент пусть и с коммерческими рисками, но с определенными и исполняемыми обязательствами и доходностью, зависящей только от результатов коммерческой деятельности. Только тогда возникнет возможность существенного привлечения средств посредством размещения акций на открытом рынке. Это также приведет к справедливой оценке акций, уже обращающихся на вторичном рынке.

Компании, заявившие и исполняющие такие обязанности, получают источник финансирования своей деятельности в виде долевого капитала в любом объеме, сопряженную с ним возможность привлечения долгового капитала, а также высокую (справедливую) стоимость своего бизнеса. Можно возразить: выполняя свои обязательства перед акционерами через выплату дивидендов и проведение обратного выкупа своих акций, компания теряет средства из собственного капитала! Но именно такое поведение и позволяет ей, обладая доверием у инвесторов, привлекать его обратно. Иначе говоря, это шаг назад, чтобы сделать потом десять шагов вперед.

Часто компания напоминает загнанного зверя: в условиях жесткой конкуренции пытается увеличить объемы основной деятельности, а для этого ей нужны ресурсы, она всячески экономит на выполнении обязательств перед акционерами и лишается в итоге возможности привлечь деньги в собственный (долевой) капитал. Реинвестиции прибыли, которой как раз и не хотят делиться посредством выкупа акций и выплаты дивидендов, часто не хватает. Как итог, крупный собственник либо должен изыскивать откуда-то дополнительные средства, что само по себе комично – не он получает доход от собственности, а его собственность требует постоянных дотаций, либо компанию ввергают в пучину излишнего долгового бремени, закладывая все и вся. Опасность перекредитованности компании заключается в излишнем риске для акционеров – малейшее отклонение в сторону отрицательного сценария приводит к огромным потерям. Именно сбалансированное развитие – пропорциональный рост размеров долгового и долевого капитала – залог долгосрочной и эффективной деятельности акционерного общества.

Стоимость акционерного (долевого) капитала

Существуют различные теоретические способы расчета стоимости акционерного капитала, например методом CAPM. Мы (компания Арсагера) не согласны с самим понятием «стоимость акционерного капитала» и готовы утверждать, что это абстракция, совершенно ненужная акционерам. Действительно, если существует такое понятие, как стоимость капитала, значит, кто-то может привлечь чей-то капитал под определенную ставку. Нелепо утверждать, что акционеры у акционеров, то есть у самих себя, берут капитал под процент. Кому тогда достается то, что заработано обществом сверх этого процента, по аналогии с должником, выплатившим сумму долга кредитору? Тем же акционерам? В чем тогда смысл ставки, определяющей стоимость акционерного капитала?

Мы считаем, что для акционера самой главной ставкой является рентабельность собственного капитала компании (ROE), только она определяет доходность, под которую работают средства акционеров. Всё, как итог, в долгосрочной перспективе находит отражение в размере этой ставки – качество корпоративного управления, успешность и объем коммерческой деятельности, эффективность использования собственных средств, эффективность использования заемных средств, соотношение долгового и долевого капитала и другое. В конечном итоге именно ROE характеризует рост собственного (акционерного) капитала компании, приходящегося на одну акцию, именно из этого капитала осуществляется выплата дивидендов и проведение обратного выкупа, и именно он должен задавать курсовое изменение стоимости акции на вторичном рынке. Другой вопрос – это доходность, которую получит акционер, приобретающий акции на вторичном рынке и по цене, отличающейся от балансовой, мы дали ей определение – «ставка владения». Наиболее близким значением, определяющим размер ставки владения, является коэффициент, обратный коэффициенту P/E. Примечательно, что если акция торгуется и её цена изменяется со временем в соответствии с балансовой стоимостью, то есть коэффициент $P/BV = 1$, то ставка владения равняется ROE, иначе говоря, владелец акции получает такую же доходность и рост стоимости, как и собственный капитал компании. Таким образом, для акционеров с точки зрения доходности имеют значение ROE и ставка владения. Никакой другой доходности, как и абстрактного понятия «стоимость акционерного капитала», у акционера не существует.

Выводы

- У акционерного общества существуют обязательства не только перед субъектами, предоставившими долговой капитал, но и перед инвесторами (текущими акционерами), предоставившими долевой капитал.
- Обязательства перед акционерами четко определены и задаются результатами коммерческой деятельности компании.

- У акционерного общества есть органы, которые отвечают за выполнение обязательств перед акционерами. При выборе этих органов и последующем принятии результатов деятельности акционеры в первую очередь должны оценивать качество исполнения этих обязательств.
- Возможность привлечения долевого капитала зависит от качества выполнения обязательств по отношению к акционерам. Первичен акционерный (долевой) капитал, долговой капитал является следствием, то есть зависит от него.
- Долгосрочное эффективное развитие общества возможно только при сбалансированном использовании источников капитала – долгового и долевого.
- Нет такого понятия, как «стоимость акционерного капитала», есть только доходность, которую получают акционеры.



Видеоматериалы по теме на канале «Арсагера» в YouTube:
плейлист «Лекториум».

8.2. Кто знает и определяет цену акций?

Счастье в семье зависит от действий обоих супругов.

Народная мудрость

Для чего акционеры вкладывают деньги в компанию через покупку акций? Когда бизнесмен открывает ООО для занятия тем или иным бизнесом, понятно, что он действует с целью извлечения прибыли из этого занятия. Почему же, если меняется форма общества (с ООО на ПАО), а бизнесмен становится просто одним из собственников, причем не крупнейшим, сразу меняется смысл и цели, а заработок возможен только через спекуляции приобретенными акциями? Крупная компания в форме ПАО с большим количеством собственников не в состоянии вести масштабный бизнес с прибылью и обеспечивать доходы всех её акционеров? «Владелец получает часть прибыли в виде дивидендов, но основная составляющая прибыли возможна лишь через продажу своих акций другим участникам рынка» – ответите вы. И тут же добавьте: «Почему другие участники рынка будут покупать эти акции дороже? Результаты деятельности компании не являются гарантией того, что покупатель заплатит цену, отражающую эти результаты, так как покупатель платит своими деньгами, имеющимися у него в наличии, а именно эти деньги и задают курсовую стоимость акции. Прибыль и денежные средства самой компании не оказывают прямого влияния на эту цену!» Попытаемся разобраться в этой проблеме, а также разработаем алгоритм рационального поведения всех участников фондового рынка.

Итак, участники торгов задают стоимость акций и, как следствие, стоимость бизнеса компании, но это только половина правды, ведь стоимость компании определенными действиями может задавать и сама компания. Определим этих участников рынка, а также обозначим их рациональные мотивы.

1. Инвесторы.

- Внутренние – те, кто уже являются акционерами компании.
- Внешние – те, кто обладают средствами для инвестиций, но не являются на данный момент акционерами компании.

2. Сама компания.

Следует уточнить, что термин «сама компания» является абстрактным. Если переводить в плоскость конкретики, то это акционеры (в первую очередь крупные), совет директоров и топ-менеджмент, которых выбирают те же инвесторы, которых мы окрестили внутренними. Но именно появление этих выборных органов (совет директоров, топ-менеджмент) приводит на практике к появлению такого явления, как действия «самой компании», так как только они могут инициировать определенные процессы, о которых мы поговорим позже.

Рациональным мотивом поведения инвесторов является получение дохода на вложенные средства. В акциях уровень дохода заранее не определен, в

отличие от облигаций или депозитов; при этом не следует путать гарантию дохода (её на 100% не существует ни в одном инструменте) и определимость дохода. Доходность инвестора от владения акцией складывается из полученного дивиденда и прироста курсовой стоимости. Дивиденд – относительно прогнозируемая величина, не зависящая ни от абсолютного значения курсовой стоимости акции, ни от поведения участников торгов по заданию этой курсовой стоимости. Размер дивиденда находится в прямой зависимости от результатов деятельности (в первую очередь прибыли) компании и решения самих акционеров и их представителей (совета директоров).

Принятая и публично известная дивидендная политика компании намного упрощает вычисление этой составляющей дохода, делая ее четко привязанной к фактическим результатам деятельности (экономике) компании. Кстати, если бы на дивиденды выплачивалось 100% прибыли, то акция была бы очень похожа на облигацию с бесконечным сроком погашения (консоль) и с купоном в размере прибыли компании. В этом случае курсовая стоимость акции (и, как следствие, стоимость всей компании) определялась бы размерами прибыли, то есть, несмотря на неопределенность прибыли в будущем, находилась бы в абсолютно прямой зависимости от результатов деятельности компании. В этом случае никому бы даже в голову не пришло сказать, что курсовая динамика акций никак не связана с результатами деятельности компании. Почему же, если в виде дивидендов выплачивается только часть прибыли, инвесторы часто отрицают взаимосвязь экономики компании и курсовой стоимости ее акций? От кого зависит эта взаимосвязь и в результате каких действий она возникает?

Следует отметить, что ежегодная выплата 100% чистой прибыли может быть неинтересна самим же акционерам, так как не позволит выгодно вложить деньги в развитие бизнеса компании. Выплаченные средства, конечно, можно было бы вернуть в компанию посредством дополнительной эмиссии акций, заодно и получить убедительные доказательства эффективности использования этих средств от совета директоров и топ-менеджмента. Но такой реверс средств несет потери для акционеров: денежные (налог с дивидендов) и временные (сроки регистрации и размещения дополнительной эмиссии). Плюс выплата дивидендов, как правило, осуществляется денежными средствами, то есть на счетах компании должен находиться кэш в размере чистой прибыли, а это не всегда легко и правильно с точки зрения ведения основной деятельности. Особенно для компаний с длительным производственным циклом и существенным размером необходимых для деятельности основных средств.

Рассмотрим упрощенный пример. Предположим, что доля прибыли, направляемая на дивиденды, составляет 25%. Таким образом, если инвестор ожидает получения доходности от вложения в акции как в финансовый инструмент (налоги не будем брать в расчет), например

16%, то дивидендов он должен получить 4% к вложенному капиталу, а 12% – в качестве курсового роста стоимости акции. Это логично, так как дивиденды – это четверть прибыли, остальные три четверти прибыли, которые остаются в компании, должны пойти на прирост её стоимости, в том числе рыночной, причем пропорционально доходности от дивидендов. Математически все логично, но на практике гарантировать именно курсовой рост, который зависит от участников торгов, невозможно. Именно поэтому многие инвесторы требуют от вложения в компанию дивидендную доходность на слишком высоком уровне, не беря в расчет то, что, например, при норме прибыли на дивиденды в 25% это только четвертая часть доходности, которая исходит от данной акции. Они не хотят зависеть от действий других участников торгов через год – будут те торговать акцией на 12% дороже или нет. Как ни странно, на практике на помощь в этой ситуации должна прийти сама компания имеющимися у нее в результате основной деятельности средствами. **Знание того, что в случае если динамика цены акций не отразит достижений в виде прибыли, компания обязательно предпримет действия, направленные на выкуп и курсовой рост собственных акций, приведет к тому, что инвесторы будут сами не бояться покупать акции и задавать курсовой рост на ту часть прибыли, которая остается в компании. Следует отметить, что компания должна действовать в интересах акционеров с целью прироста их имущества, то есть цены акций.** Подобные действия могут принести акционерам двойную пользу: повышение прибыльности основной деятельности компании в расчете на одну акцию и получение отдачи от курсового роста. Поясним это утверждение.

Пример. Требуемая инвесторами доходность = 16%. Стабильная рентабельность собственного капитала компании от основной деятельности (ROE) = 16%. Собственный капитал компании (BV) = 100. Норма прибыли на дивиденды = 25%. Количество акций = 100 штук. Таким образом, прибыль через год = 16. Если инвестор покупает акции исходя из стоимости компании $P = 100$ (то есть $P/BV = 1$) цена одной акции = 1, то через год выплаченные дивиденды будут = 4, а стоимость компании должна быть $P = 112$ ($BV = 100 + 16 - 4 = 112 \Rightarrow P/BV = 1$), цена одной акции = 1,12. Но, предположим, на бирже акции по-прежнему торгуются по 1. Инвестор в этом случае имеет только 4% доходности от дивидендов и ничего от курсового роста. В этой ситуации акции должна выкупить сама компания, используя собственные средства. Пределом цены выкупа будет являться как раз цена в 1,12. Это обрадует всех акционеров: и тех, кто продает (они получают в результате дополнительного спроса на акции цену выше текущей), и тех, кто остается (у них на ровном месте увеличится доходность владения акцией). Поясним почему. Предположим, компания выкупит 10% своих акций (останется в обращении 90 штук) по цене 1,03, потратив 10,3. Собственный капитал тогда составит $112 - 10,3 = 101,7$. И балансовая стоимость одной

акции будет $101,7/90 = 1,13$. То есть компания ничего по основной деятельности не предпринимала, но уже заработала своим акционерам дополнительные 0,01. Подобную операцию выкупа компании (точнее ее акционерам) выгодно проводить до момента равенства балансовой и рыночной стоимостей (то есть $P/BV = 1$).

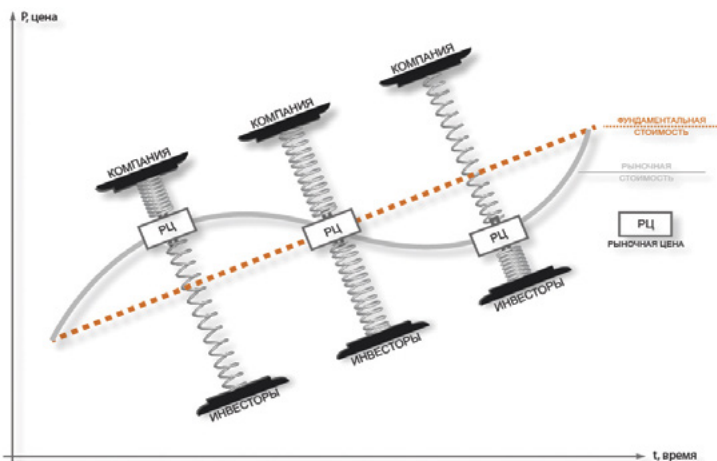
При этом компания не просто может, но и обязана действовать подобным образом, так как интересы собственников (акционеров) стоят на первом месте, именно от них зависела и зависит жизнь компании. Выгоды присутствуют для всех: инвесторы, продающие акции, получают курсовой рост. Внутренние инвесторы получают курсовую переоценку своих акций и повышение балансовой стоимости (а также рентабельности) своих акций. Внешним инвесторам информация о том, что компания будет предпринимать действия, направленные на выкуп, также важна. Так как они понимают, что при соответствующих результатах деятельности компания будет содействовать аналогичному курсовому росту своих акций, и, как следствие, ожидаемая доходность инвестиций будет получена. Обладая этой уверенностью, инвесторы смогут торговать акциями подобной компании с полной привязкой к ее экономическим результатам. Безусловно, приведенный пример очень упрощен, и подобные действия необходимо осуществлять в соответствии с моделью управления акционерным капиталом (МУАК), которая должна существовать в каждой компании.

Следует отметить, что существует всего четыре способа управления размером акционерного (собственного) капитала:

Увеличение акционерного капитала	Дополнительная эмиссия акций
	Невыплата полученной чистой прибыли на дивиденды
Уменьшение акционерного капитала	Выплата части или всей чистой прибыли (текущего года и нераспределенной) на дивиденды
	Выкуп и погашение собственных акций (бай-бэк)

Именно этот арсенал действий есть в распоряжении каждой компании и должен использоваться на благо акционеров. Действия самой компании с одной стороны и действия инвесторов (и внутренних, и внешних) с другой должны задавать рыночную капитализацию компании и не давать ей отрываться от фундаментальной оценки стоимости бизнеса компании.

На наш взгляд, наиболее правильным критерием, который должен быть заложен в основу МУАК, является критерий максимизации и/или поддержания на высоком (выше рыночных ставок) уровне рентабельности собственного капитала (ROE). Как разработать и использовать МУАК, мы расскажем в следующем материале, где подробно опишем принципы и рациональные действия компании, ее акционеров и внешних инвесторов.



Выводы

- Покупка акций – это вложение в бизнес. Акция – это финансовый инструмент инвестора для получения дохода через конвертацию успеха бизнеса в курсовой рост и дивиденды.
- Курсовой рост задается не только инвесторами, главная и последняя инстанция – сама компания и ее средства. Так напрямую связываются результаты бизнеса и стоимость его акций, и это же позволяет одним инвесторам не зависеть от действий других.
- Действия компании на рынке собственных акций могут существенно улучшить результаты основной деятельности самой компании и доходы ее акционеров.
- В каждой компании должна существовать модель управления акционерным капиталом (МУАК). Совет директоров должен действовать в соответствии с этой моделью на благо акционеров.

Мы стремимся к созданию цивилизованного фондового рынка в нашей стране, и поэтому УК Арсагера с 2013 года ведет разработку рекомендаций по управлению акционерным капиталом (основы МУАК) для ряда российских публичных компаний. Мы даем характеристику адекватности рыночной стоимости акций относительно экономики основной деятельности этих компаний, а также предлагаем комплекс мер, которые рационально провести компании с точки зрения управления своим акционерным капиталом. Соответствующие предложения рассылаются всем членам советов директоров и крупным акционерам, включая государство.

▲ В рамках курса «Школа» следующим читайте материал 9.1. Кто выигрывает на фондовом рынке?

8.3. Биссектриса Арсагеры, или Что должна делать каждая компания

В каждом акционерном обществе обязаны помнить: результаты деятельности компании должны быть отражены в рыночной стоимости акций, а все ее достижения принадлежат не бывшим и не будущим, а только текущим акционерам.

Мудрость бизнеса

Выберем параметры, присутствующие у каждой публичной компании и необходимые для анализа.

P_{ϕ} – фактическая цена 1 акции компании, цена на бирже.

BV_{ϕ} – балансовая цена 1 акции компании. Необходимо отметить, что балансовая цена действительно должна отражать размер стоимости чистых активов компании, приходящихся на 1 акцию. Для этого необходимо проводить регулярную переоценку активов, чтобы у акционеров было четкое представление о том, что компания заработала и чем в действительности обладает. Во главу угла должна быть поставлена адекватность балансовой цены – она не должна быть завышена или занижена!

EPS_{ϕ} – прибыль компании на 1 акцию.

P_{ϕ}/BV_{ϕ} – соотношение рыночной стоимости компании и балансовой (собственного, акционерного капитала).

$ROE_{\phi} = EPS_{\phi}/BV_{\phi}$ – относительно стабильная рентабельность собственного капитала компании. Важно отметить, что это средняя стабильная рентабельность, которая наиболее вероятно будет у бизнеса в ближайшие годы. Своей деятельностью бизнес создает стоимость акционерам, а ROE_{ϕ} является скоростью прироста их имущества (собственного капитала), и чем выше и стабильней скорость этого прироста, тем ценнее и дороже стоимость бизнеса. Фактически ценностью бизнеса является уровень отклонения стабильной ROE_{ϕ} от требуемой инвесторами доходности, и именно поэтому рыночная цена акции на бирже отклоняется от балансовой, а коэффициент P_{ϕ}/BV_{ϕ} становится больше 1. Действительно, чем больше ставка, под которую работают средства акционеров внутри компании, превышает общий уровень рыночных ставок, доступных инвесторам, тем уникальнее и ценнее такой бизнес для инвесторов, тем большую премию к балансовой цене они готовы платить. Отсюда и вытекает самый главный критерий управления акционерным капиталом – максимизация ROE бизнеса! То есть в основу модели управления акционерным капиталом (МУАК) должен быть заложен алгоритм действий, при котором рентабельность собственного капитала повышается или сохраняется на высоком уровне. При понимании этого тезиса возникает и понимание того, что доходность бизнеса, то есть его ROE_{ϕ} , не может быть ниже уровня рыночных ставок (например, депозитных), которые инвесторы могут получать «без хлопот». Цель любого бизнеса – это превосходство над этой «бесхлопотной» доходностью, в противном случае деятельность компании

нужно рассматривать с точки зрения благотворительности или каких-то иных социальных действий, не связанных с извлечением прибыли.

R_T – теоретическая ставка требуемой доходности, то есть ставка, которая устраивает инвестора (акционера) в качестве отдачи от данного вида бизнеса в виде доходности от курсового роста и полученных дивидендов.

Таким образом, при условии, что рентабельность бизнеса относительно постоянна и известна совету директоров компании, мы можем вычислить справедливую стоимость компании (P_T) по формуле:

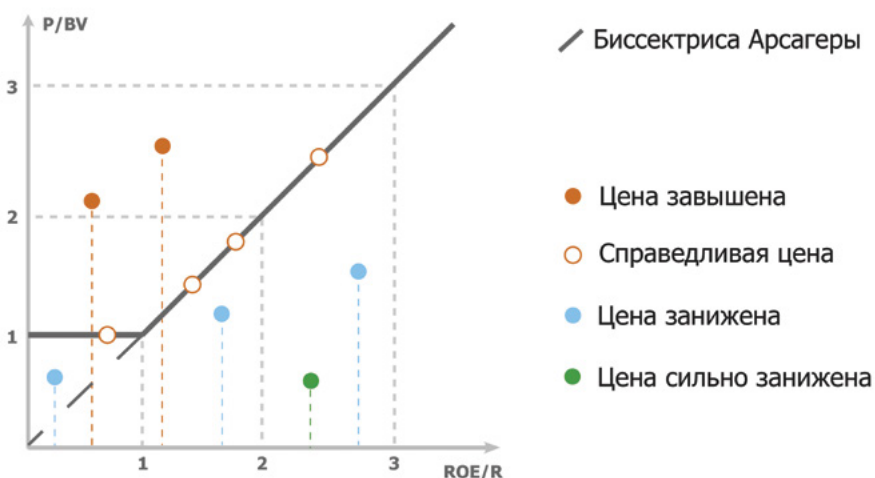
$$P_T = BV_{\phi} * ROE_{\phi} / R_T = EPS_{\phi} / R_T \text{ или } P_T / BV_{\phi} = ROE_{\phi} / R_T$$

то есть рыночная цена акции должна отличаться от балансовой в то же количество раз, во сколько отличается рентабельность бизнеса (ROE_{ϕ}) от требуемой доходности (R_T).

Подробнее в материалах «Такой понятный и загадочный P/E», «Коэффициент P/BV (P/B)» и «Показатель ROE – суть бизнеса».

Также стоит отметить тот факт, что подобным образом должен конвертироваться успех бизнеса (размер собственного капитала BV_{ϕ} и скорость его прироста ROE_{ϕ}) в курсовую стоимость (P_{ϕ}) этого бизнеса на рынке (на бирже).

Подобную зависимость лучше изобразить графически:



Если известны балансовая цена (BV_{ϕ}), рентабельность бизнеса (ROE_{ϕ}) и требуемая доходность (R_T), то можно вычислить справедливую рыночную цену компании (P_T). Эта цена будет находиться на линии, которой мы дали название биссектриса Арсагеры (БА).

Биссектриса Арсагеры – это линия справедливых рыночных цен при известных показателях рентабельности, требуемой доходности и балансовом (собственном) капитале компании. Опять же, зная балансовую цену (BV_{ϕ}), рентабельность бизнеса (ROE_{ϕ}), требуемую доходность (R_T) и

фактическую рыночную цену (P_{ϕ}), можно отметить на плоскости значение P_{ϕ}/BV_{ϕ} (по оси Y), соответствующее значению ROE_{ϕ}/R_T (по оси X).

На нашем рисунке закрашенные точки соответствуют ситуации, когда значение цены отклоняется от БА. Таким образом, можно сделать вывод об адекватности рыночной цены акции на бирже – цены выше линии БА завышены, ниже занижены. Отдельно хотелось бы осветить зону $P/BV < 1$. Если СД компании грамотно управляет капиталом, такое в принципе нелогично – рыночная цена не должна быть ниже балансовой. Объясним почему.

Рассмотрим два случая для такой ситуации.

1. Рентабельность собственного капитала ROE_{ϕ} ниже требуемой доходности R_T .

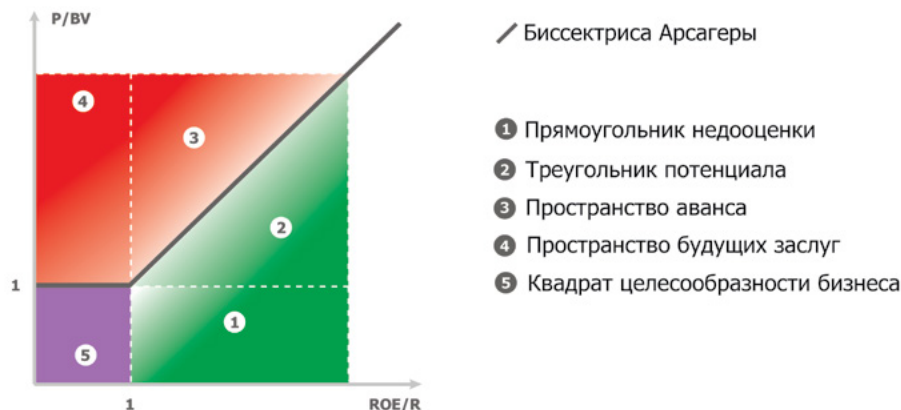
Если рентабельность собственного капитала ROE_{ϕ} ниже требуемой доходности R_T , то это означает, что компания, конечно, может стоять дешевле балансовой цены BV , но это отчасти противоречит здравому смыслу, так как тогда рациональным действием со стороны компании должно являться использование собственных средств для приобретения собственных акций дешевле баланса. При этом для выкупа могут использоваться как имеющиеся денежные средства, так и средства, которые могут быть получены от продажи финансовых активов или иного имущества компании по балансовой цене. В этом случае будет происходить рост цены акций на рынке с одновременным увеличением размера балансовой стоимости акций, остающихся в обращении. Акционерам также стоит обратить внимание на сам смысл существования такого бизнеса, который работает с доходностью (ROE_{ϕ}) ниже требуемой (R_T), например, ниже доходности простого депозита, и решить, не стоит ли ликвидировать бизнес и получить за акцию балансовую цену, то есть ту сумму, которая на данный момент есть у компании. Следует отметить, что здесь речь идет о стабильных и устоявшихся бизнесах. Компании, недавно образованные и не вышедшие в стадию стабильно работающих, оценивать подобным образом будет некорректно.

2. Рентабельность собственного капитала ROE_{ϕ} равна или выше требуемой доходности R_T .

Если при этом $P_{\phi} < BV_{\phi}$, то это, как правило, вопиющий случай, а сама ситуация – показатель неграмотности СД и отсутствия модели управления акционерным капиталом (МУАК), что в целом характеризует низкий уровень корпоративного управления компании. Так как в данном положении акционерам компании (а СД – это их представители и должны действовать в их интересах) выгодно выкупать акции с рынка средствами компании, потому что денежную единицу в собственном капитале, работающем со ставкой равной или выше требуемой рыночной ($ROE_{\phi} > R_T$), можно приобрести дешевле балансовой стоимости. Действительно, если собственные средства компании удастся использовать с доходностью $ROE_{\phi} > R_T$, то выкуп собственных акций по цене ниже балансовой позволяет увеличить доходность использования собственных средств на коэффициент $BV_{\phi}/P_{\phi} > 1$.

Это означает, что рентабельность потраченных на выкуп средств будет выше существующего ROE компании. Таким образом, выкуп должен привести, как минимум, к выравниванию P_{ϕ} и BV_{ϕ} , а может осуществляться и до момента превышения рыночной цены акции над балансовой в ROE_{ϕ}/R_T раз.

Рассмотрим зоны, где могут находиться цены акций:



Ранее мы ввели понятие биссектрисы Арсагеры (БА), которая показывает справедливую рыночную цену акции, рассчитанную на основе балансовой цены акции (BV_{ϕ}), рентабельности бизнеса (ROE_{ϕ}) и требуемой доходности (R_T). В зависимости от фактической цены акции она может находиться в разных зонах относительно БА, а от того, в какой зоне находится акция, в свою очередь будет зависеть и поведение компании при управлении акционерным капиталом. Подробное описание зон в плоскости БА и различные варианты рационального поведения компании мы рассмотрим далее.

Для описания поведения компании в зависимости от положения цены акции относительно БА необходимо указать возможные корпоративные действия, имеющиеся в распоряжении компании, а также ввести несколько дополнительных параметров, которые есть у каждой компании.

Возможные действия, связанные с управлением акционерным капиталом, имеющиеся в распоряжении компании:

Основные	Увеличение акционерного капитала:
	<ul style="list-style-type: none"> • размещение дополнительных акций; • невыплата чистой (нераспределенной) прибыли в виде дивидендов.
Дополнительные	Уменьшение акционерного капитала:
	<ul style="list-style-type: none"> • выкуп собственных акций с рынка (бай-бэк) с последующим их погашением; • выплата дивидендов.
Дополнительные	Увеличение заемного капитала
	Уменьшение заемного капитала

- R_d – ставка кредитования компании, то есть ставка, под которую компания может взять кредит. Следует отметить, что компании необходимо контролировать соотношение собственных и заемных средств, в частности, при кредитовании на выкуп собственных акций (об этом речь пойдет ниже) необходимо учитывать размер соотношения, который возникнет по итогам выкупа (собственные средства в результате выкупа и погашения акций сократятся, а заемные возрастут).
- $ROE_{фд}$ – рентабельность той части собственного капитала компании, которая дополнительно может быть направлена в основную деятельность (например, на расширение производства). Как частный случай: если компанией получена прибыль – это доходность полной или частичной реинвестиции прибыли в основную деятельность. По смыслу, $ROE_{фд}$ очень похожа на доходность инвестируемого капитала (ROIC). Важно отметить, что это доходность именно дополнительных вложений, так как общая $ROE_{ф}$ может быть крайне высокой, и низкая доходность, например, реинвестиции текущей чистой прибыли $ROE_{фд}$ может быть незаметна в итоговом $ROE_{ф}$ по компании, поэтому ее необходимо оценивать в отдельности.
- Еще одна очень важная аксиома бизнеса: $ROE_{ф} \geq R_T > R_d$. Поясним это утверждение. Ставка требуемой доходности R_T должна быть выше ставки кредитования этого же бизнеса R_d , здесь все очевидно: действительно вряд ли инвесторы ожидают доходность от вложения в акции компании, равную доходности ее облигаций; абсолютно понятно, что будет требоваться дополнительная премия. Рентабельность собственных средств $ROE_{ф}$ не должна быть ниже требуемой доходности R_T , так как тогда в таком бизнесе нет целесообразности, а в случае наличия заемных средств даже возможна ситуация, когда доходы от использования собственных средств идут на погашение процентов по заемным.

Рассмотрим действия компании в зависимости от положения рыночной цены ее акций относительно БА.

1. Прямоугольник недооценки

В компании выполняется $ROE_{ф} > R_T > R_d$, при этом $P_{ф} < BV_{ф}$. Действия компании:

Выкуп акций	ДА
Выплата дивидендов	НЕТ
Размещение дополнительных акций	НЕТ
Невыплата чистой (нераспределенной) прибыли в виде дивидендов	ДА (направить на выкуп)

Источник средств на выкуп акций: заемные средства, собственные средства.

Наиболее выгодно для акционеров компании проводить выкуп за счет заемных средств, то есть компания должна кредитоваться и выкупать собственные акции до момента, пока не нарушается одно из условий:

- долг компании соотносится с собственным капиталом (при этом собственный капитал считается уже с учетом погашения акций в результате выкупа) на приемлемом для компании уровне, например 1:1. Компания имеет в последующем денежный поток, необходимый для обслуживания долга;
- ставка, предлагаемая кредиторами, не превышает требуемую доходность, то есть $R_d < R_r$.

Выкуп за счет собственных средств выгодно проводить до момента, пока $P_\phi < BV_\phi$, так как в этом случае средства акционеров вкладываются в деятельность самой же компании по ставке, превышающей ROE_ϕ .

Если в результате этих действий рыночная цена P_ϕ стала больше или выровнялась с балансовой BV_ϕ , то о дальнейших действиях см. п.2 (Треугольник потенциала). Если нет, то необходимо повторять по возможности процедуры выкупа до достижения указанного соотношения.

2. Треугольник потенциала

В компании выполняется $ROE_\phi > R_r > R_d$, при этом $BV_\phi < P_\phi < (BV_\phi * ROE_\phi / R_r)$. Действия компании:

Выкуп акций	ДА
Выплата дивидендов	Нежелательна
Размещение дополнительных акций	НЕТ
Невыплата чистой (нераспределенной) прибыли в виде дивидендов	В зависимости от $ROE_{\phi d}$

Источник средств на выкуп акций: заемные средства, собственные средства. Компания может проводить выкуп за счет заемных средств, то есть компания может кредитоваться и выкупать собственные акции до момента, пока не нарушается одно из условий:

- долг компании соотносится с собственным капиталом (при этом собственный капитал считается уже с учетом погашения акций в результате выкупа) на приемлемом для компании уровне, например 1:1. Компания имеет в последующем денежный поток, необходимый для обслуживания долга;
- ставка, предлагаемая кредиторами, не превышает требуемую доходность, то есть $R_d < R_r$.

Выкуп за счет собственных средств можно проводить только в случае, если $ROE_{\phi d}$ – ставка использования той части собственных средств, которая может быть направлена на выкуп, не выше значения ставки $R = ROE_\phi * BV_\phi / P_\phi$, где P_ϕ по сути и есть цена выкупа. Если же данная ставка в результате выкупа и роста P_ϕ становится равной R_r , то это значит, что стоимость акций компании «легла» на БА.

Если в результате этих действий соотношение рыночной цены P_ϕ к балансовой BV_ϕ выровнялось или стало больше соотношения ROE_ϕ / R_r , то это значит, что стоимость «легла» на БА или превысила ее, попав в «пространство аванса»

(о дальнейших действиях см. далее п.3 «Пространство аванса»). Если нет, то необходимо повторять по возможности процедуры выкупа до достижения указанного соотношения.

Выплата дивидендов в «треугольнике потенциала» нежелательна, хотя и возможна. Несмотря на то, что реинвестиция дивидендов акционерами в акции компании может привести к тому, что акции увеличат стоимость и «лягут» на БА, фактические покупки могут и не произойти в силу различных причин, поэтому самой компании в этой ситуации более правильно предъявить спрос на собственные акции, то есть сумму, которую можно направить на дивиденды, лучше потратить на выкуп.

3. Пространство аванса

Сразу стоит отметить, что в подобной ситуации большой необходимости в активных действиях в отношении своих акций со стороны компании не требуется. В котировках акций, как минимум, отражены достижения основной деятельности и текущая экономика (чистая прибыль и размер собственного капитала) бизнеса компании.

Доходность на собственный капитал (BV_{ϕ}) выше требуемой (R_T) и акции стоят дороже балансовой цены совершенно оправданно, но превышение больше, нежели должно быть, исходя из текущей рентабельности ROE_{ϕ} . Возможно, компания сможет увеличить рентабельность собственного капитала (ROE_{ϕ}) и, при стабильном уровне цен на акции, «вернуть» значение P_{ϕ}/BV_{ϕ} на БА. Если же это не предвидится, то это означает, что акции компании несколько переоцениваются инвесторами, которые, возможно, ведут себя нерационально. В компании выполняется $ROE_{\phi} > R_T > R_d$, при этом $P_{\phi}/BV_{\phi} > ROE_{\phi}/R_T$. Действия компании:

Выкуп акций	НЕТ
Выплата дивидендов	Возможна
Размещение дополнительных акций	Возможно
Невыплата чистой (нераспределенной) прибыли в виде дивидендов	Возможна

Очевидно, осуществлять два последних действия одновременно со вторым (выплатой дивидендов) неправильно, так как они противоположны с точки зрения изменения размера акционерного капитала. Рассмотрим условия и целесообразность возможных действий.

- Выплата или невыплата чистой (нераспределенной) прибыли в виде дивидендов. Если в основной деятельности компании доходность использования средств, которые могут быть направлены на дивиденды, ниже требуемой доходности ($ROE_{\phi d} < R_T$), а ситуация с долговой нагрузкой остается в рамках заданных параметров, то компания может выплатить дивиденды. В противном случае лучше использовать эти средства в основной деятельности или направить на сокращение долга.

- Размещение дополнительных акций. Если, согласно расчетам, акции компании действительно торгуются на рынке с премией, то текущие акционеры могут воспользоваться этим с целью получения дополнительной прибыли. Особенно, если основная деятельность компании позволяет получать доходность на эти средства $ROE_{фд} > R_T$, так как это позволит увеличить балансовую стоимость одной акции и увеличить размер прибыли на 1 акцию. Стоит отметить, что здесь рассматривается вопрос исключительно с экономической точки зрения, вопросы размера влияния на управление акционерным обществом (размытие долей) не учитываются.

4. Пространство будущих заслуг

Компания не получает требуемую ставку доходности (R_T) на собственный капитал ($BV_{ф}$), но торгуется с коэффициентом $P_{ф}/BV_{ф} > 1$. Опишем ситуации и их возможные причины, а также рассмотрим рекомендации советам директоров таких компаний.

1. Весь собственный капитал компании работает с невысоким значением $ROE_{ф} < R_T$, при этом большая часть собственного капитала (например, нераспределенная прибыль или ее часть) не нужна компании для ведения основной деятельности. Та часть собственного капитала, которая участвует в основной деятельности, работает с $ROE > R_T$. Снижение же общего $ROE_{ф}$ происходит из-за неэффективного использования остальной части собственного капитала, например с доходностью ниже уровня текущих рыночных ставок. Инвесторы ожидают выплаты неиспользуемой в основной деятельности части собственного капитала в виде дивидендов. Действительно, правильным действием по отношению к своим акционерам была бы выплата дивидендов. Существует и второй способ – инвестирование указанных средств с доходностью $> R_T$, например поглощение другой компании или приобретение части ее акций (это частный случай варианта, который описывается ниже).
2. Инвесторы по какой-то причине считают, что компания сможет существенно увеличить доходность на собственный капитал в будущем. Один из вариантов описан выше – эффективное использование большей части собственных средств, которые использовались с низкой или даже нулевой ставкой доходности. Второй вариант – резкое изменение $ROE_{ф}$ из-за существенных улучшений в рамках основной деятельности. Компании необходимо проверить, насколько подобные ожидания инвесторов оправданны. Если оправданны, то компании необходимо пересмотреть прогноз своего стабильного $ROE_{ф}$, и, как следствие, может измениться положение стоимости ее акций относительно БА. Если неоправданны, то компания может воспользоваться этой ситуацией (см. ниже).
3. Нерациональное с экономической точки зрения поведение инвесторов: спекулятивные атаки, игры, политика, манипуляции и др. Искать причины такого поведения не имеет смысла, но компания может воспользоваться

подобным положением вещей и провести дополнительную эмиссию акций по рыночной цене. В результате балансовая цена акции возрастет. В пределе, если по такой цене будет выпущено большое количество акций к уже существующим, то рыночная цена акции автоматически выровняется с балансовой. Эффективность же использования собственного капитала компании, полученного таким образом, остается открытым вопросом, но вероятность падения рыночной цены (падать ниже баланса уже сложнее, об этом писалось выше) существенно снизится. Это тот случай, когда ситуацию можно охарактеризовать выражением «виртуальность меняет реальность».

Еще раз отметим, что компании необходимо четко понимать свой относительно стабильный уровень доходности (ROE_{ϕ}), который она сможет получать на собственный капитал.

Выкуп акций	НЕТ
Выплата дивидендов	ДА
Размещение дополнительных акций	Возможно
Невыплата чистой (нераспределенной) прибыли в виде дивидендов	НЕТ

5. Квадрат целесообразности бизнеса

Компания не получает требуемую ставку доходности (R_r) на собственный капитал (BV_{ϕ}) и торгуется с коэффициентом $P_{\phi}/BV_{\phi} < 1$.

Мы уже рассказывали о том, что ситуация $P_{\phi}/BV_{\phi} < 1$ нелогична, но на практике такое встречается.

Рассмотрим возможные ситуации.

1. Аналогично п.1 из «Пространства будущих заслуг»: весь собственный капитал компании работает с невысоким значением $ROE_{\phi} < R_r$, при этом большая часть собственного капитала (например, нераспределенная прибыль или часть её) не нужна компании для ведения основной деятельности. Та часть собственного капитала, которая участвует в основной деятельности, работает с $ROE > R_r$. Снижение же общего ROE_{ϕ} происходит из-за неэффективного использования остальной части собственного капитала, например с доходностью ниже уровня текущих рыночных ставок или даже нулевой. Инвесторы не ждут от компании действий, связанных с увеличением ROE_{ϕ} на весь собственный капитал, и готовы продавать ее акции даже ниже балансовой цены. Аналогично правильным действием по отношению к своим акционерам была бы выплата дивидендов или инвестирование указанных средств с доходностью $> R_r$, например поглощение другой компании или приобретение части ее акций. Также возможен в этой ситуации выкуп собственных акций (особенно по балансовой цене) как альтернатива выплате дивидендов.

2. Бизнес компании не может получать требуемую ставку доходности R_T в силу объективных причин – невостребованность товаров и услуг этого бизнеса потребителями и др. В этот же раздел попадают и компании с отрицательным значением ROE_{Φ} , то есть убыточные и проедающие акционерный капитал. Компании необходимо определиться со своим будущим: либо предпринять действия, необходимые для выхода на уровень рентабельности, соответствующий требуемой доходности R_T , либо закрыть или продать бизнес, вернув оставшиеся средства акционерам. Несмотря на то, что это вопрос очень непростой, и будущего не знает никто, решение принимать необходимо.

Выводы

- У каждой компании должна быть модель управления акционерным капиталом (МУАК). Наиболее правильный алгоритм МУАК – максимизация рентабельности собственного капитала и/или сохранение ее на высоком уровне.
- МУАК должна работать в интересах всех акционеров – в курсовой стоимости акций должны находить отражение результаты деятельности компании.
- При определении положения стоимости акций компании относительно Биссектрисы Арсагеры следует учитывать диапазон возможных значений ROE_{Φ} , R_T , особенно на будущее. Предельное внимание необходимо уделять высоким значениям ROE_{Φ} : долгосрочное поддержание стабильной высокой рентабельности – очень непростая задача практически для любого бизнеса. При нахождении значений цены акции в пограничных зонах необходимо исследовать весь спектр возможных действий, описанных в этих зонах.
- Приобретение собственных акций должно рассматриваться как инвестиции. Особенностью таких инвестиций является то, что это собственный бизнес, хорошо известный акционерам. У такой инвестиции есть ставка; зная собственный бизнес, ее несложно подсчитать и сравнить с альтернативными возможностями. Синергия: компания приобретением собственных акций может решить две задачи – эффективно освоить средства и задать правильную курсовую стоимость своим акциям.
- Процесс управления акционерным капиталом не останавливается никогда, жизнь меняется, меняются и условия ведения бизнеса и его будущее. Цена редко будет находиться на БА, но действия, описанные в этой статье, будут приводить ее к БА, и котировки будут задавать справедливую стоимость и отражать экономические достижения бизнеса. Так будет проявляться корреляция рыночной стоимости и результатов бизнеса, а инвесторы смогут покупать акции компании и получать доходность в виде курсового изменения (а также дивидендов и бай-бэков) в зависимости от ее экономической деятельности.

8.4. Биссектриса Арсагеры (дополнение). Искривление пространства

Развитие фондовых рынков и неизбежный рост объема знаний их участников, как и иные процессы, происходящие в рыночной экономике (рост производительности труда, регулирование процентных ставок и размеров денежной массы и пр.), приводят к появлению нелинейностей в рамках модели ценообразования курсов акций на основе Биссектрисы Арсагеры. Особенно ярко это проявляется при крайне низких уровнях процентных ставок в экономике (близких к нулю или даже отрицательных).

Наши наблюдения показывают, что среднее значение коэффициента P/BV для развитых рынков колеблется в диапазоне 1-5, при этом крайние значения скорее характеризуют заниженную/завышенную стоимость рынка акций. Если не рассматривать высокие значения данного коэффициента (более пяти) как следствие нерационального поведения участников торгов, то можно говорить, что доходность бизнеса, как элемента жизнедеятельности человека, в 2-4 раза превосходит уровень долговой процентной ставки.

Мы уже упоминали о том, что инвестору покупать акцию по цене P (рыночный курс) дороже балансовой стоимости BV (размер собственного капитала на акцию) имеет смысл только в случае, когда темп роста BV (выплачиваемые дивиденды также являются элементом роста собственного капитала на акцию) превышает возможное увеличение уплаченной цены P с темпом долговой процентной ставки (например, ставки по депозиту). Иначе говоря, необходимо выполнение условия $ROE > R_T$, где ROE – рентабельность собственного капитала приобретаемого бизнеса, а R_T – требуемая доходность от вложений в данный бизнес (не ниже уровня долговой ставки).

Может ли коэффициент P/BV стремиться к крайне высоким значениям или даже к бесконечности при огромных значениях ROE и низких значениях требуемых доходностей? Мы рассмотрим такие ситуации, а также опишем рациональный способ поведения инвестора в этих случаях.

Еще раз выразим в формуле коэффициент P/BV :

$$\frac{P}{BV} = \frac{P/E}{BV/E} = \frac{E/BV}{E/P} = \frac{ROE}{R_T},$$

где $E/P = R_T$ – ставка требуемой доходности, учитывающая возможный рост прибыли в долгосрочном периоде. Также верно и $P = E/R_T$.

Рассмотрим структуру требуемой доходности:

$$R_T = R_{\text{долг}} + R_{\text{отр}} + R_{\text{стр}} + R_{\text{ликв}} + R_{\text{ку}} - g,$$

где $R_{\text{долг}}$ – ставка по долгам данного бизнеса (зависит от общего уровня ставок в экономике и кредитоспособности эмитента);

$R_{\text{отр}}$ – премия за специфику отрасли (зависит от стабильности прибыли);

$R_{\text{стр}}$ – страновой риск (риск ведения бизнеса в той или иной стране);

$R_{\text{ликв}}$ – премия за ликвидность акций конкретного эмитента;

$R_{\text{ку}}$ – премия за риск корпоративного управления;

g – долгосрочный рост прибыли бизнесов как созидательной деятельности (подробно см. материал «Такой понятный и загадочный P/E»).

То есть доходность, которую будет получать инвестор на практике, составит:

$$R = R_{\text{долг}} + R_{\text{отр}} + R_{\text{стр}} + R_{\text{ликв}} + R_{\text{ку}} = R_T + g = E/P + g$$

Теперь рассмотрим причины роста коэффициента P/BV:

$$\frac{P}{BV} = \frac{E}{BV} \cdot \frac{1}{R_T \rightarrow 0}$$

Таким образом, любая комбинаторика: рост прибыли, снижение уровня требуемой доходности, а также снижение размера собственного капитала, может привести к росту коэффициента P/BV до крайне высоких значений.

Рассмотрим каждый из этих показателей в отдельности.

1. Прибыль E.

Данный показатель зависит от результата основной деятельности и контроля расходов. Ему достаточно быть относительно стабильным и положительным.

2. Уровень требуемой доходности R_T . Причины стремления к низким значениям.

Из структуры, описанной выше:

$R_{\text{долг}}$ – снижение уровня процентных ставок вплоть до отрицательных значений;

$R_{\text{отр}}$ – снижение данной премии из-за стабильности и масштаба деятельности бизнеса в той или иной отрасли;

$R_{\text{стр}}$ – низкий размер премии в развитых странах в силу отличного инвестиционного климата, максимального внимания вопросам предпринимательской деятельности со стороны государства и правовой защиты частной собственности на средства производства;

$R_{\text{ликв}}$ – стремится к нулю у компаний с большой капитализацией и высоким оборотом торгов акциями;

$R_{\text{ку}}$ – высокий уровень корпоративного управления крупнейших мировых компаний и грамотная правовая база развитых экономик делают размер данной премии близким к нулю;

g – размер данного значения в среднем равняется темпам экономического роста в той или иной стране. Согласно формуле, высокие темпы роста

в будущем существенно снижают размер требуемой доходности R_t в настоящем. Подобная ситуация служит объяснением порой крайне высоких размеров коэффициента P/E .

3. Размер собственного капитала BV .

Собственный капитал, необходимый для ведения деятельности, может быть замещен заемным. Таким образом, компания для ведения деятельности может пользоваться в большой степени (или даже полностью!) долговым капиталом. Замещение капитала может происходить посредством увеличения долговой нагрузки и снижения размера собственного капитала посредством выплаты дивидендов и проведения обратного выкупа акций (бай-бэк).

Стоит отдельно рассмотреть вопрос поведения кредиторов при низком (в сравнении с размером долга) значении собственного капитала. С одной стороны, обслуживание долга за счет генерации прибыли от основной деятельности не подлежит сомнению, а для акционеров еще остается чистая прибыль как итог вычета из доходов всех расходов (в том числе, уплачиваемых процентов) и налогов. С другой стороны, тело долга при нулевом (а особенно при отрицательном) собственном капитале не обладает должным обеспечением именно в настоящем. Другими словами, при ликвидации компании сейчас кредиторы рискуют не получить объем средств, переданных компании в долг, не говоря уже о том, что в таких обстоятельствах акционерам не останется ничего. При этом стоимость акций не может быть нулевой или даже отрицательной, и может оцениваться как стоимость бесконечного денежного потока E/R_t , при низких уровнях R_t значение данной дроби может быть достаточно большим, а стоимость акции крайне дорогой.

Данная ситуация требует детального рассмотрения. Что это: нерациональное поведение кредиторов и акционеров или некорректность отчетности? Непрофессиональное поведение менеджмента или мошенничество?

1-й случай. Отрицательный капитал компании получен в результате неудачной коммерческой деятельности. Если существует вероятность положительного финансового результата этого бизнеса в будущем, то ни кредиторам, ни акционерам невыгодно банкротить компанию, так как в будущем они, возможно, получают доход. При таких обстоятельствах кредиторы будут мириться с отрицательным собственным капиталом, а акционеры будут оценивать стоимость своих акций с учетом вероятности позитивного результата будущей деятельности компании и возможного появления положительного собственного капитала. При этом акции отчасти обладают свойствами лотерейного билета, а их стоимость – текущая капитализация – сопоставляется с возможными объемами деятельности в будущем, то есть оценка задается не в абсолютном значении, а в относительном. Например, компания, близкая к банкротству, может стоить и сотни миллионов долларов, если возможный объем деятельности, в случае положительного исхода, в будущем будет исчисляться миллиардами.

2-й случай. Жадность учредителей – получение «живого» собственного капитала через выплату дивидендов или проведение бай-бэка по завышенной стоимости акции ($P \gg BV$) и продажа оставшихся акций по стоимости прогнозного бесконечного (увеличивающегося или постоянного) денежного потока. Осуществляется продажа большого и светлого будущего компании. В этом случае, все риски последующего функционирования бизнеса ложатся на кредиторов и новых покупателей акций.

3-й случай. Компания ведет успешную основную деятельность и получает стабильную (или даже растущую) чистую прибыль. Кредиторы не сомневаются, что компания сможет обслуживать и вернуть долг, а акционеры оценивают стоимость акции (размер капитализации) как стоимость бесконечного денежного потока (остающаяся после обслуживания долга чистая прибыль выплачивается в виде дивидендов). Уверенность в платежеспособности компании со стороны кредиторов и вера акционеров в способность компании в будущем приносить доход на акции не может быть следствием исключительно нерационального поведения. В данном случае может иметь место неотражение в размере собственного капитала компании уникальной и долгосрочной способности генерировать денежный поток от основной деятельности, в которой существует прочное конкурентное преимущество.

Корректная оценка этого преимущества в отчетности (как нематериального актива, например ценности клиентской базы) приведет к появлению вполне приличного размера собственного капитала компании (BV) и при тех же уровнях прибыли (E) – к значению $ROE = E/BV$, близкого к уровню рыночных ставок.

При этом необходимо оценивать возможность продажи этого нематериального актива как вполне материального, несмотря на то что продан он может быть только вместе с бизнесом компании или её брендом. Сам по себе этот актив позволяет увеличивать рентабельность деятельности в каком-либо бизнесе, поэтому обладает ценностью (стоимостью) для покупателя. Поэтому часто при приобретении одной компании другую разницу между ценой приобретения и балансовой стоимостью отражают в гудвилле приобретающей компании.

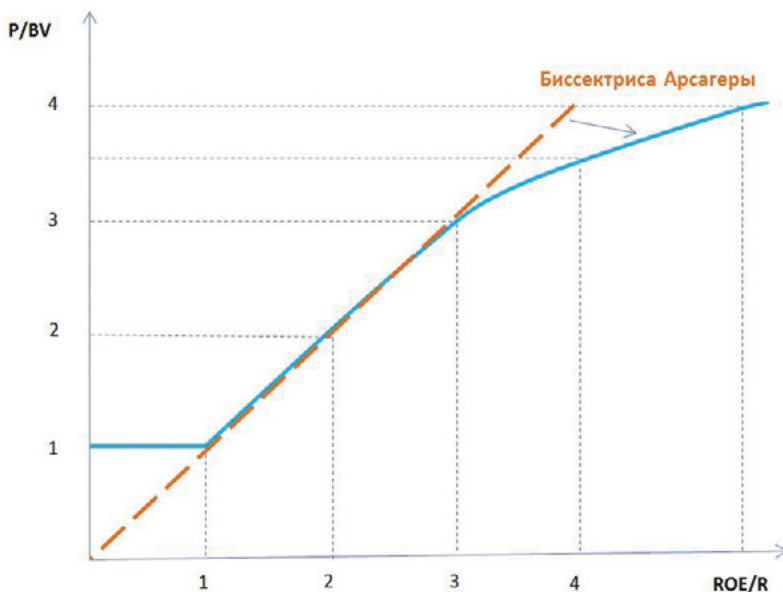
Отдельно стоит отметить, что никакое конкурентное преимущество не может быть стопроцентно гарантированным, особенно в долгосрочном (а при оценке бизнеса часто бесконечном) периоде. Конечно, стоимость и более осязаемого имущества тоже не является незыблемой, например недвижимость со временем может разрушиться или существенно потерять в цене в зависимости от условий эксплуатации в той или иной локации.

Как результат, при оценке инвестиционной привлекательности акций той или иной компании необходимо учитывать следующие обстоятельства:

- какую долю в собственном капитале занимает стоимость нематериального актива и насколько этот актив обладает самостоятельной стоимостью;

- насколько прочным является конкурентное преимущество, вследствие которого у компании высокое значение ROE;
- как долго будет сохраняться текущая рентабельность собственного капитала (ROE), какую долю от текущей стоимости акции может принести денежный поток в виде прироста собственного капитала и/или дивидендов на акцию в течение этого срока.

В зависимости от оценок прогнозный коэффициент P/BV как значение дроби ROE/R_f может приобретать нелинейный характер, то есть учитывать риски возможного снижения значения ROE, вследствие чего Биссектриса Арсагеры может принять следующий вид:



В условиях рыночной экономики и при наличии ограниченного срока действия патентов, компаниям крайне сложно в долгосрочном периоде сохранять высокое значение ROE. В результате конкуренции отдача на капитал начинает стремиться к нормальному среднерыночному уровню процентных ставок. Любой бизнес с высокой отдачей на капитал притягивает предпринимательскую деятельность других субъектов с целью получения более высокой доходности. В результате насыщения рентабельность деятельности начинает снижаться и стремится к среднему значению доходности бизнеса в экономике.

Любой случай с маленьким или отрицательным BV опасен, критичен, присутствует либо искажение со стороны органов, отвечающих за отчетность, либо дорогая продажа неясного будущего. Такие ситуации требуют очень тщательного рассмотрения и анализа.

Выводы и следствия

- Крайне высокое значение показателя ROE не может носить долгосрочный характер. Это либо краткосрочное явление (низкая база собственного капитала, очень удачный период деятельности бизнеса и пр.), либо в размере собственного капитала не учтена стоимость нематериального актива, который является причиной постоянной и чрезмерно высокой (в пять и более раз превышающей уровень процентных ставок) рентабельности собственного капитала.
- Необходимо оценить «прочность» стоимости нематериального актива. Любой бизнес существует в конкурентной среде и меняющемся мире. То, что кажется незыблемым сейчас, может полностью измениться в течение 5-10 лет.
- При правильной оценке нематериальных активов и с учетом среднестатистического размера реальной доходности бизнеса в 3-5%, рентабельность собственного капитала (ROE) конкретного бизнеса не может быть огромной в абсолютных значениях.
- Особого внимания заслуживает ситуация в экономике с крайне низким (близким к нулю) уровнем долговых процентных ставок. В таких обстоятельствах интерес к долевым инструментам (акциям) возрастает, так как упрощено $R_{\text{долев}} = R_{\text{долг}} + \text{от } 3 \text{ до } 5\%$, то разница между размером дохода становится чрезмерной (например, 0,5% и соответственно 3,5%). Коэффициент ROE/R_T из-за низкого значения $R_{\text{долг}}$ начинает стремиться к слишком высоким значениям, задавая тем самым неадекватно высокое значение P/BV. При оценке требуемой доходности R_T необходимо использовать абсолютную доходность, как отдачу от вложения средств в долевого инструмент (реальные 3-5%) несмотря на низкие или даже отрицательные ставки по долговому инструменту. То есть важно оценивать акцию долгосрочно и использовать период стабилизации значения ROE вблизи приемлемой кратности уровня процентных ставок, не ориентируясь на низкую базу долговых ставок в моменте (они также могут вырасти и изменить ситуацию с знаменателем дроби ROE/R_T), а учитывая среднюю доходность бизнеса согласно долгосрочной статистике.
- Описанное в пункте выше относится и к оценке всего кластера фондового рынка – отношение доходности долевого инструмента (акций) к долговому (облигациям), то есть оценка акций свыше 3-5 BV носит опасный характер и может свидетельствовать о пузыре фондового рынка.
- Рентабельность собственного капитала конкретного бизнеса, существенно превышающая среднюю рентабельность бизнеса в экономике, – по определению дополнительный риск. Окружающая среда будет воздействовать на бизнес с целью приведения такой «арбитражной» ситуации с доходностью капитала к нормальным (среднерыночным) значениям отдачи на капитал. Инвесторы вполне логично должны требовать «премию»

за риск, то есть оценивать акцию P по отношению к BV ниже значения ROE/R_f – это и есть «искривление» Биссектрисы Арсагеры.

- С учетом риска потери бизнесом в долгосрочном периоде высокого уровня ROE , «хвост» Биссектрисы Арсагеры (для случаев $ROE/R_f > 3$) может загигаться, а с какого-то момента становится практически параллельным оси абсцисс. В силу того, что всегда есть риск потери любым бизнесом бесконечного потока E , искривление биссектрисы Арсагеры – это логичное требование инвесторов и акционеров, возникающее из-за нежелания увеличивать возможную величину снижения рыночной цены акции (P) к существенно меньшему размеру собственного капитала на акцию (BV), так как при ликвидации компании и разделе её имущества стоимость получаемая акционерами близка к BV .
- Общий уровень процентных ставок в экономике оказывает влияние на значение угла наклона искривления Биссектрисы Арсагеры. Угол наклона и факторы, оказывающие на него влияние, требуют отдельного исследования и изучения.

♦ В рамках курса «Аспирантура» следующим читайте материал 11.4. MARQ – оценка качества управления капиталом.



8.5. Чем защита прав акционеров отличается от гринмейла

Что такое гринмейл?

Википедия дает такое определение термина «гринмейл» (англ. Greenmail – неологизм от соединения двух слов: greenback – одно из сленговых названий доллара и blackmail – шантаж) – это корпоративный шантаж с целью принудить компанию (или крупных акционеров) выкупить ее акции по ценам, значительно превышающим рыночный курс. При этом лицо, продающее пакет акций (гринмейлер), угрожает в случае отказа от сделки создать сложности в функционировании этой компании. Гринмейл обычно расценивается как неэтичное действие (или на грани этичности).

В приведенном определении речь идет о превышении цены выкупа над рыночным курсом. В развитых странах рыночная цена может считаться справедливой или близкой к ней. Да, там могут быть ситуации, когда рыночная цена существенно выше справедливой, например балансовой, но наоборот практически никогда. В России рыночные цены нередко бывают существенно (в разы, а то и на порядки) ниже справедливых. Самый яркий пример – когда рыночная цена находится значительно ниже балансовой и годами ничего не делается, чтобы изменить эту ситуацию, что может являться следствием низкого уровня корпоративного управления компании.

С нашей точки зрения, гринмейл – это злоупотребление правом со стороны акционера с целью получить цену выкупа принадлежащих ему акций, существенно превышающую максимальную из двух: рыночную или балансовую. Следует уточнить, что получение акционером балансовой цены за свою акцию не является злоупотреблением, так как в этом случае акционер претендует на то, что ему и так принадлежит по смыслу.

Характерные признаки гринмейла:

- создание всевозможных проблем нормальному функционированию компании;
- постоянные обращения в компанию с избыточными требованиями о предоставлении разнообразных документов;
- требования о проведении корпоративных действий;
- жалобы (как правило, необоснованные) в регулирующие и/или правоохранительные органы;
- инициирование с помощью «простимулированных» судебных решений ареста акций крупных акционеров;
- прочие неконструктивные действия.

По сути гринмейлеры – это паразиты, которым безразличны интересы компании и остальных акционеров, как крупных, так и миноритарных. Гринмейлеры хотят использовать ошибки компании или пробелы в законодательстве в целях личного обогащения в ущерб остальным акционерам и основной деятельности компании.

В чем состоят права акционера?

Базовые права акционера – это:

- право на получение части прибыли в виде дивидендов;
- право на участие в управлении через участие в общем собрании акционеров;
- право на часть имущества при ликвидации компании.

Все остальные нюансы законодательства так или иначе связаны с защитой этих базовых прав. Например, вывод прибыли в пользу крупного акционера или воровство прибыли – это ущемление права на получение части прибыли в виде дивидендов и уменьшение ликвидационной стоимости акций.

Мы не сможем здесь описать все способы присвоения части прибыли и имущества, приходящегося на долю миноритарных акционеров. Известно, что рыночная (курсовая) стоимость акций зависит от экономических показателей деятельности компании, в первую очередь, от прибыли и собственного капитала. Поэтому вывод прибыли или собственных средств компании незамедлительно выливается в снижение рыночных котировок и наносит ущерб миноритарным акционерам.

Инвестор осуществляет инвестиции с целью получения дохода, поэтому он должен защищать свои вложения и доходы по ним. Однако недобросовестные компании или их недобросовестные крупные акционеры зачастую навешивают ярлык гринмейла (с учетом его негативной окраски) на миноритарных акционеров, пытающихся защитить свои права. Это PR-ход и способ оказания информационного давления не только на миноритариев, но и на регулирующие органы и суды, участвующие в разбирательстве спорного вопроса. Из-за такого искажения и манипулирования термином неискушенному (а порой и искушенному) наблюдателю сложно отличить защиту прав акционера от гринмейла.

Связь между ликвидационной стоимостью и ценой выкупа. Ликвидация работающих компаний в чистом виде (без наступления банкротства) случается крайне редко. В то же время достаточно часто работающие и прибыльные компании участвуют в сделках слияний и поглощений. Несогласные со сделкой акционеры (как в поглощаемой, так и поглощающей компании) получают право на выкуп их акций. Цена выкупа определяется как рыночная цена. Немаловажную роль в ее формировании играет ликвидационная стоимость, которая по смыслу близка к балансовой стоимости. Фактически цена выкупа не может быть меньше ликвидационной стоимости. Вывод прибыли или части имущества однозначно уменьшает ликвидационную стоимость, приходящуюся на одну акцию, а значит и рыночную стоимость и, как следствие, цену выкупа.

Как отличить добросовестную защиту прав акционеров от гринмейла

Гринмейл по смыслу – это скорее не защита, а нападение. При добросовестной защите прав акционера нет ущемления прав какого-то иного акционера. Выгоды от защиты прав распределяются одинаково на каждую акцию независимо от того, в какой пакет она входит.

Нет смысла говорить о том, что мы не считаем ущемлением прав акционера случаи, когда этот акционер получает персональную выгоду за счет других акционеров, например покупая имущество общества по заниженной цене. Понятно, что при оспаривании такой сделки этот акционер лишится своей выгоды и сочтет свои «права нарушенными».

Отдельно можно выделить ситуации, когда отстаивание прав касается определенной категории акций, например ущемляются права владельцев привилегированных акций или, наоборот, обыкновенных. Но и в таких ситуациях должно соблюдаться условие, что при отстаивании прав акционера решение спорного вопроса будет касаться всех акций данной категории независимо от размера пакета.



Не следует путать гринмейл и защиту прав акционера!

Почему защита прав акционеров так важна?

Когда речь заходит о полезности рынка акций, обычно начинается разговор про возможность привлечения капитала для развития бизнеса (например, в ходе IPO).

На наш взгляд, гораздо более важной функцией рынка акций является их вторичное обращение – вторичный рынок. Покупка акций – это акт доверия бизнесу со стороны нового приобретателя. Для того, кто приобретает акции, неважно, покупает он их напрямую у компании в ходе IPO или у предыдущего владельца.

Для «предыдущего» владельца вторичный рынок акций – это возможность получить стоимость, созданную бизнесом за время, которое он владел акциями, поэтому вторичный рынок для него еще более важен. Вторичный

рынок акций очень важен для поддержания предпринимательской активности, потому что позволяет основателям бизнеса получить заслуженное вознаграждение за свои усилия по развитию бизнеса. В то же время благодаря вторичному рынку акций жизненный цикл бизнеса определяется периодом его «полезности» для людей, а не сроком, в течение которого его основатель готов им заниматься.

В развитых и во многих развивающихся экономиках (вторичный) рынок акций – это крупнейший рынок собственности (не менее важный, чем рынок недвижимости, например). В развитых странах акции составляют основу благосостояния 40-60% населения. Акции (приобретаемые по большей части на вторичном рынке) также являются ключевым активом для вложения пенсионных накоплений, обеспечивающим в долгосрочной перспективе рост стоимости, превосходящий темпы инфляции. Поэтому вторичный рынок акций выполняет важную социальную функцию защиты сбережений и повышения благосостояния населения. И, наконец, благодаря рынку акций происходит развитие экономики и повышение уровня жизни.

Все эти преимущества вторичного рынка немислимы без доверия, которое базируется на соблюдении прав акционеров. В развитых странах на сознательном и подсознательном уровне всем понятно, что нарушение прав акционеров разрушительно как для привлечения капитала для развития бизнеса, так и для его нормального функционирования.

Ситуация в России

В отличие от развитых стран, в России рынок акций появился искусственно в результате приватизации. Не будем топтаться на теме ошибок приватизации – история не знает сослагательного наклонения. Речь может идти только об улучшении текущей ситуации, какой бы мрачной она не казалась.

Ситуация такова: население не имеет практики инвестирования в бизнес с помощью акций, а компании не имеют культуры взаимоотношений с инвесторами и не видят население в качестве источника капитала.

Компании, которые хотят провести IPO/SPO, обнаруживают, что внутреннего класса инвесторов практически нет, и уходят размещать акции в Лондон. Те компании, которых пока не интересуют IPO/SPO, практически не задумываясь, нарушают права миноритарных акционеров, еще больше уменьшая веру в российский рынок акций среди и так немногочисленной группы инвесторов.

В результате получается замкнутый круг. В пределе, внутренний рынок акций может вообще исчезнуть.

Вопрос национальной безопасности

Сейчас при нарушении прав акционеров можно услышать возмутительные по своей недалекости комментарии: «вообще незачем россиянам покупать акции», либо «у миноритарного акционера есть одно право – проголосовать ногами» (продать акции обычно по бросовым ценам). И то, и другое

неправильно. Население должно владеть акциями российских компаний, акционеры должны защищать свои права, а государство должно им в этом помогать.

Очень часто нарушения прав акционеров происходят из-за того, что миноритарии аморфны, пассивны, безынициативны и им трудно самоорганизоваться для защиты своих прав. Этим пользуются крупные акционеры, так как даже если кто-то начнет возмущаться, то в крайнем случае можно предложить индивидуально более справедливые условия, но это не распространяется на остальных пассивных миноритариев. На них можно просто сэкономить.

Первое, что нужно сделать для улучшения ситуации, это изменить отношение к нарушению прав миноритарных акционеров на государственном уровне.

Мы уже не раз приводили информацию о том, что акции – это класс активов, обеспечивающий максимальный рост благосостояния в долгосрочной перспективе и составляющий основу пенсионных накоплений. В то же время 95% процентов населения не имеют личных характеристик для самостоятельного ведения успешного бизнеса, поэтому для 95% населения акции – это единственный способ владения бизнесом.

В России около 2% населения владеют акциями российских компаний, в отличие от США, где этот показатель находится на уровне 60-80%.

Получается, что статус миноритарного акционера – это единственно возможный статус для подавляющей части населения при вложении в акции и один из немногих способов защиты своих сбережений от инфляции. А значит, ущемление прав миноритариев – это ущемление прав рядового населения (зачастую в пользу иностранцев или олигархов).

Иначе говоря, защита прав миноритариев – это вопрос национальной безопасности, а компании или крупные акционеры, нарушающие права миноритариев, действуют против граждан России.

Суды и регулирующие органы должны трактовать любое сомнение в пользу миноритарных акционеров, так же как сейчас суды в большинстве случаев встают на сторону работников и беременных женщин в трудовых спорах с работодателями.

Повышая доверие к рынку акций, государство добивается удивительной синергии: с одной стороны, увеличивает деловую активность и развивает экономику, а значит, повышает уровень жизни населения, с другой – дает возможность людям самостоятельно заботиться о своем благосостоянии и будущей пенсии, а значит, быть финансово защищенными и независимыми.

Выводы

- Гринмейл – это злоупотребление правом со стороны акционера для повышения стоимости выкупа принадлежащих ему акций. Гринмейлеры – это паразиты, которым безразличен бизнес компании и интересы остальных акционеров, как крупных, так и мелких; они хотят использовать ошибки компании или пробелы в законодательстве в целях личного обогащения в ущерб всем остальным.
- При добросовестной защите прав акционера нет ущемления прав какого-то иного акционера. Выгоды от защиты прав распределяются одинаково на одну акцию в независимости от того, в какой пакет она входит.
- Статус миноритарного акционера – это единственно возможный статус для подавляющей части населения при вложении в акции и один из немногих способов защиты своих сбережений от инфляции.
- Защита прав миноритарных акционеров и повышение доверия к рынку акций – одна из основных экономических задач государства. Это обеспечивает развитие экономики, а значит, повышение уровня жизни людей, и дает возможность людям самостоятельно заботиться о своем благосостоянии и будущей пенсии.

■ В рамках курса «Университет» следующим читайте материал 9.2. «Клин Арсагеры» или особый взгляд на диверсификацию активов.



Видеоматериалы по теме на канале «Арсагера» в YouTube: плейлист «Лекториум».

8.6. Платите «премию за контроль»? Собираетесь воровать?

Вам наверняка приходилось сталкиваться в аналитических обзорах (или отчетах оценщика) с таким понятием как «премия за контроль». Обычно дается оценка стоимости акций, а потом, в зависимости от размера пакета, о котором идет речь (2%, 10%, 25% + 1, 50% + 1 или 75% + 1), оценщики или аналитики добавляют к стоимости акций дополнительную премию. Премия за контроль выражается в деньгах и даже в сознании профессиональных участников выглядит как естественное явление: «Инвестор получает контроль, будут выполняться его решения, он платит за это удовольствие». По нашему мнению, премия за контроль – это индикатор качества корпоративного управления (КУ): чем она больше, тем ниже качество КУ.

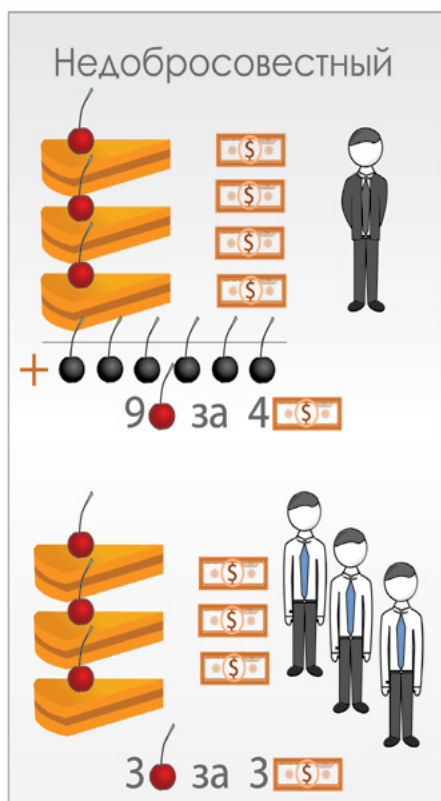
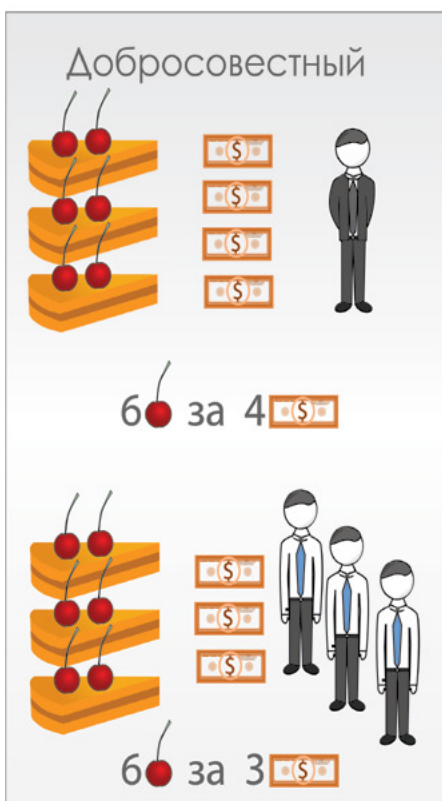
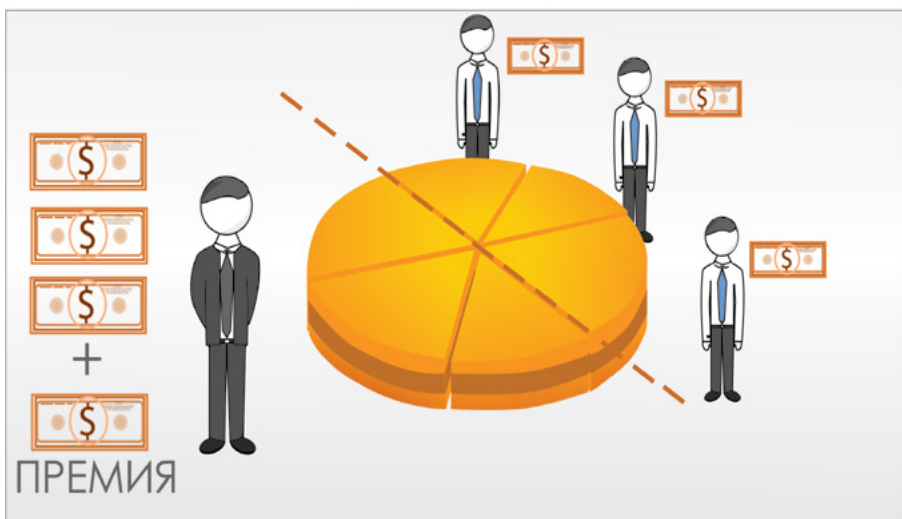
Попробуем объяснить логику этого утверждения. В нашем рассуждении для простоты будем предполагать, что у акционерного общества привилегированные акции отсутствуют, а обыкновенные акции далее будем называть просто «акции».

С точки зрения экономики, размер дохода на одну акцию не должен зависеть от того, является она частью крупного пакета или это вообще одна единственная акция, которая есть у инвестора. Изменение курсовой стоимости, размер дивидендов, нераспределенная прибыль – все эти показатели одинаковы в пересчете на одну акцию и не зависят от того, входит акция в крупный пакет или нет.

В чем же тогда прагматичное поведение человека, который платит премию за контроль? На этот вопрос может быть два ответа.

1. Приобретая контроль, человек планирует «отбить» эти затраты за счет других акционеров, например управляя в свою пользу денежными потоками: доходы, которые принадлежат на равных всем акционерам, будут перераспределяться в пользу владельца крупного пакета. По-другому это еще называется «воровство». С той же целью люди покупают должности на государственной службе и в государственных компаниях.
2. Приобретая крупный пакет, человек преследует благородную цель: у него есть план (стратегия) эффективного развития этого бизнеса. Он предполагает, что своими действиями увеличит стоимость компании и таким образом «отобьет» свои затраты. Как частный случай этого варианта можно рассматривать стремление навести порядок в компании, «где все плохо», где процветает воровство менеджмента или крупных акционеров. Эти действия сами по себе могут привести к существенному росту стоимости бизнеса, потому что увеличится прибыль (ее перестанут «пилить»), а повышение качества корпоративного управления неизбежно приведет к снижению ставки дисконтирования при оценке стоимости акций.

Рассмотрим второй вариант более подробно. Несправедливость этого варианта состоит в том, что человек, реализующий благородную задачу, находится в более ущербном положении, чем остальные акционеры. Результат



его действий распределится равномерно между всеми владельцами акций, даже самыми «маленькими». При этом из его персонального результата надо вычесть уплаченную им премию за контроль.

Обратите внимание на такую ситуацию: когда акционер X приобретает 75% акций компании Y, по закону «Об акционерных обществах» он должен дать оферту другим участникам по той же цене, что и при покупке основного пакета. Да, закон предусматривает различные права и обязанности для акционеров в зависимости от размера доли, но нигде в законе не сказано, что он может дать цену оферты остальным акционерам меньше, так как в случае покупки основного пакета ему пришлось заплатить премию за контроль.

Тем не менее, зачастую некоторые компании, ссылаясь на отчет оценщика, где фигурирует премия за контроль, предлагают по оферте меньшую цену, чем для основного пакета.

Солидные компании с высоким уровнем КУ так себя не ведут. В качестве позитивного примера можно привести консолидацию «дочек» компанией ТНК-ВР. Также стоит отметить Pepsi и Вимм-Билль-Данн, например Pepsi объявила, что миноритарные акционеры получают по оферте те же условия, что и продавец крупного пакета.

Люди, использующие премию за контроль в качестве аргумента для неравных условий, «де факто» признаются в своем намерении «обворовывать» других акционеров.

В идеальном акционерном обществе не должно быть разницы, каким количеством акций обладает акционер. Это показывает практика западных компаний, где премия за контроль стремится к нулю. В развитых странах приобретение крупных пакетов ведет к существенному росту ответственности.

Для портфельного инвестора наличие премии за контроль – это нехорошо при любом раскладе. Если кто-то платит премию за контроль, то, возможно, он собирается «пилить» доходы компании, и это плохо. Если он платит эту премию для того, чтобы исправить ситуацию, это значит, что она плохая в моменте. А улучшится она в будущем или нет, это еще вопрос.

Вывод

- Размер «премии за контроль» — это величина, обратно пропорциональная качеству корпоративного управления.

P.S. Не стоит путать премию за контроль с платой за ликвидность. Это ситуация, когда цена акции при проведении операций с крупным пакетом может существенно отличаться от рыночной стоимости как в большую, так и в меньшую сторону. Большим объемом операций по покупке можно взвинтить цену акции на открытом рынке до такой степени, что она будет неинтересна для покупателя. И, наоборот, операции по продаже могут обвалить цену до уровня, когда продавать уже нет смысла. Поэтому операции по продаже крупных пакетов акций, как правило, сопровождаются сложными переговорами.

8.7. Член совета директоров – независимый или профессиональный? Каким должен быть член совета директоров

1-я часть. Текущая ситуация

Начнем с идентификации того, кого принято считать независимым директором. Для включения обращающихся на бирже ценных бумаг в котировальные списки в совете директоров эмитента должно быть определенное количество независимых членов совета директоров. Они должны удовлетворять следующим критериям:

- не являться на момент избрания и в течение 1 года, предшествующего избранию, должностными лицами или работниками эмитента (управляющего);
- не являться должностными лицами другого хозяйственного общества, в котором любое из должностных лиц этого общества является членом комитета совета директоров по кадрам и вознаграждениям;
- не являться супругами, родителями, детьми, братьями и сестрами должностных лиц (управляющего) эмитента (должностного лица управляющей организации эмитента);
- не являться аффилированными лицами эмитента, за исключением члена совета директоров эмитента;
- не являться сторонами по обязательствам с эмитентом, в соответствии с условиями которых они могут приобрести имущество (получить денежные средства), стоимость которого составляет 10% и более совокупного годового дохода указанных лиц, кроме получения вознаграждения за участие в деятельности совета директоров общества;
- не являться представителями государства, то есть лицами, которые являются представителями Российской Федерации или субъектов Российской Федерации в совете директоров акционерных обществ, в отношении которых принято решение об использовании специального права («золотой акции») и лицами, избранными в совет директоров из числа кандидатов, выдвинутых Российской Федерацией, а также субъектом Российской Федерации или муниципальным образованием, если такие члены совета директоров должны голосовать на основании письменных директив (указаний и т. д.) соответственно субъекта Российской Федерации или муниципального образования.

Определение из закона «Об акционерных обществах» очень схоже с этим, поэтому приводить его здесь не будем. Отметим лишь, что требования биржи являются более важными для целей биржевого обращения акций.

Описанные формальные требования, по логике законодателя и той же биржи, должны гарантировать грамотные действия данного представителя

в интересах всех акционеров и, как следствие, справедливое поведение акционерного общества в отношении наименее защищенной части – миноритарных акционеров. То есть определенное количество независимых директоров является как бы знаком качества корпоративного управления. Но так ли это на практике? И что происходит с критериями «независимости», если такой член совета директоров поддерживает своим голосованием неправильные корпоративные решения? Например, существует ли в настоящее время какая-то систематизированная публичная оценка действий независимых директоров? Абсолютно очевидно, что на данный момент с «независимостью» ничего не происходит и качества субъекта для целей PR компании и включения её в котировальный список не ухудшаются. Как говорится, «не важно быть, а важно слыть».

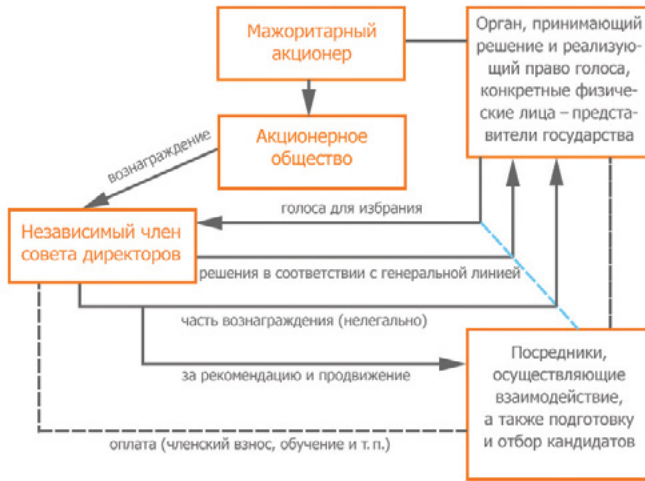
Мы считаем термин «независимый член совета директоров» бессмысленным. Любой член совета директоров может быть номинирован и избран только по представлению акционеров компании и с их же подачи может быть переизбран. Соответственно, ни о какой полной независимости речь идти не может. Более того, у члена совета директоров, обладающего формальными признаками независимого, возникает стимул быть покладистым по отношению к тому акционеру, от которого зависит его прохождение в совет директоров и получение доходов от работы (нахождения) в нем. Подобный «естественный отбор» среди таких независимых членов совета директоров приведет к тому, что мажоритарный акционер будет обладать полным контролем над ними, но при этом члены совета директоров будут удовлетворять всем формальным признакам независимых. Все довольны: формальные требования высокого качества корпоративного управления соблюдены. Еще раз повторимся, что эти люди не рискуют своими формальными признаками «независимости»: неважно, какие решения потом принимает такой член совета директоров. Может даже возникнуть какое-нибудь объединение или институт, которое будет рекомендовать такие «замечательные» кадры на взаимовыгодных условиях мажоритарным акционерам, например государству.

Рассмотрим основные схемы «сотрудничества», которые могут возникнуть в существующей системе выборов и работы независимых членов совета директоров.

1. Мажоритарным акционером является физическое лицо:



2. Мажоритарным акционером является государство:



Следует отметить, что сама по себе подобная система порочна и неизбежно будет существовать по таким законам. Кто-то возразит, что есть порядочные люди, живущие по правильным принципам. Да, действительно есть, но они будут постепенно вымываться системой как не очень комфортные для взаимодействия (вдруг честный и несговорчивый независимый член совета директоров заблокирует своим голосом какое-нибудь важное решение в интересах государства, например низкую цену выкупа акций в рамках обязательной оферты). К сожалению, любая система, основанная исключительно на честности, неподкупности и порядочности людей, на практике, как правило, недееспособна.

Существует ли более правильный способ формирования совета директоров, который бы гарантировал прохождение в совет лиц, стоящих на страже высокого качества корпоративного управления? Попробуем предложить некоторые варианты.

2-я часть. Альтернатива

Для начала необходимо отказаться от термина «независимый» и заменить его определением «профессиональный». Под профессиональным членом совета директоров (ПЧСД) мы понимаем специалиста, поставившего свои знания и опыт в области корпоративного управления на службу акционерному обществу, глубоко разбирающегося в механизмах работы акционерного общества, действующего на благо ВСЕХ акционеров и способного проследить взаимосвязь между принятием решений и тем, как они отразятся на акционерной стоимости общества. Появление в совете директоров любого кандидата будет зависеть от решения конкретных акционеров и никак иначе; если в будущем его не поддержат, то неважно, какими характеристиками обладает кандидат; работать

в совете директоров он не будет. Таким образом, должна быть причина, по которой акционеры будут поддерживать ту или иную кандидатуру. И если причиной является требование биржи, то необходимо обеспечить наличие в советах директоров лиц, обладающих пониманием принципов качественного корпоративного управления и способных действовать в интересах всех акционеров, а не «зицпредседателей Фунтов» с набором формальных признаков. О том, как этого добиться, а также как запустить определенные саморазвивающиеся процессы, мы расскажем ниже.

Прежде чем озвучить базовый и единственно правильный, на наш взгляд, способ формирования совета директоров (профессионального), в качестве интересного варианта рассмотрим метод, которому мы дали название «Благородная модель».

2.1. Благородная модель

Предположим, существует акционерное общество, где мажоритарному акционеру принадлежит 51% голосующих акций. Фри-флоат (количество акций в свободном обращении) компании составляет 49%. Количество мест в совете директоров – 11. Тогда необходимое количество голосов для проведения в совет директоров составляет 8,34%. Несмотря на приличный размер фри-флоата, миноритарные акционеры не в состоянии консолидироваться и набрать это количество голосов. Причины бывают разные – от невозможности в принципе выдвинуть кандидата (нет и 2% голосов) до апатии «от наших голосов ничего не зависит». Действительно, когда люди видят, какой порог им предстоит преодолеть, то предпочитают не тратить время и усилия. Как результат, акционер с долей в 51% формирует все 100% мест в совете директоров, то есть 49% собственников в принципе лишены своих представителей, а могли бы иметь 5 мест. Можно, конечно, упрекать фри-флоат в пассивности, но справедливым ли является такое положение вещей? Люди часто ведут себя безответственно: правильным ли является со стороны сильных мира сего пользоваться их недостатками?

В такой ситуации мажоритарный акционер мог бы поступить следующим образом: выделить для представителей миноритарных акционеров определенное количество мест (естественно, не более пяти), например три. То есть обозначить своих восьмерых кандидатов и в последующем распределить имеющиеся голоса (51%) только среди них, не пытаясь занять все 11 мест в совете директоров. На оставшиеся три места помочь выдвинуть кандидатов от миноритарных акционеров. Каким образом осуществить отбор из всех желающих – это отдельный вопрос: вплоть до максимального списка (об этом разговор пойдет ниже). Обязательным же требованием должна быть полнота информации о кандидате: профессиональный опыт, образование, достижения и пр. Естественным же миноритарии, имеющие возможность (2% и более голосов) самостоятельно

выдвинуть кандидатов, смогут это сделать без помощи мажоритарного акционера.



Что будет на практике

- Большинство мест в совете директоров и возможность принятия решений в рамках этого органа останутся за мажоритарным акционером. Решения собрания также по-прежнему будут находиться во власти мажоритария.
- Многократно возрастет активность миноритарных акционеров, так как они будут понимать, что выбор среди кандидатов от миноритариев зависит исключительно от их голосов, и что в такой системе в совет директоров может пройти кандидат даже с небольшим количеством набранных голосов. С каждым новым собранием будет расти количество вовлеченных в процесс миноритарных акционеров, объем голосов и уровень их грамотности.
- Возникнет настоящая конкуренция среди представителей миноритарных акционеров. Кандидаты будут проводить предвыборные кампании и по-настоящему бороться за голоса. Им придется постоянно расти профессионально как в области акционерного права, так и в сфере деятельности конкретной компании. При этом такому представителю будет крайне важно оправдать доверие своих «избирателей», чтобы быть поддержанным на следующих выборах на новый срок. Возникнут отчеты о деятельности и публикация программ кандидатов. Представитель от миноритариев должен будет аргументировать свои решения; невозможно будет скрыть действия, противоречащие их интересам. Это и будет обеспечивать высокий уровень корпоративного управления такого члена совета директоров.
- Постепенно возникнут имена (бренды), доказавшие свою дееспособность, которые будут хорошо известны среди инвесторов. Они будут дорожить своей репутацией. Нахождение такого лица в совете директоров будет гарантией качества принимаемых решений.

Следует отметить, что в условиях развития интернета такой способ взаимодействия не представляется затратным и трудоемким. На выборах в совет директоров миноритарные акционеры будут голосовать за кандидатов, в честности и принципиальности которых они уверены, а не потому, что кандидат соответствует формальным признакам. На этом и можно построить совершенно иную систему выбора членов совета директоров, которые в первой части статьи были названы «независимыми».

Реализация этой модели целиком и полностью зависит от желания мажоритарного акционера, именно поэтому мы дали ей наименование «Благородная». Было бы здорово, если бы биржа внесла в правила листинга обязательность подобной практики. Интересно, решится ли кто-то на такой интересный эксперимент? Где совершенно точно был бы значительный положительный эффект, так это в рамках управления государственным имуществом, особенно с учетом того, что это имущество по смыслу принадлежит гражданам. В итоге мог бы реализоваться процесс выборов народом своих лучших представителей. Если кто-то из читателей не догадался, о какой компании шла речь в примере, то подскажем – это национальное достояние России, ПАО «Газпром».

2.2. Клуб профессиональных членов совета директоров (ПЧСД)

С институциональной точки зрения должен возникнуть цензор, который объединял бы профессиональных членов совета директоров и внимательно следил бы за их деятельностью. Дадим ему наименование «Клуб ПЧСД». Требования биржи в рамках правил листинга должны регламентировать минимальное количество членов в советах директоров публичных акционерных обществ с подобным статусом.

Необходимо разработать четкие правила поведения (Кодекс ПЧСД) в советах директоров таких представителей акционеров. Дальнейшая работа ПЧСД должна быть полностью прозрачна, так как всем заинтересованным сторонам (акционерам, руководителям клуба и другим членам клуба) должно быть известно, соблюдает положения кодекса конкретный специалист или нет. Организовать такое информирование общественности достаточно просто: на сайте клуба ПЧСД должен существовать список его членов с указанием мест, где они являются членами совета директоров со статусом «профессиональный». Далее в разрезе каждого акционерного общества раскрываются даты заседаний совета директоров, повестка дня, принятые решения и то, как голосовал конкретный член клуба.

Если член клуба не придерживается кодекса ПЧСД и на практике не выполняет его положений или отказывается публично освещать свою деятельность, то, несмотря на его формальные признаки, руководство клуба должно лишить его статуса «профессиональный». Акционерное общество не будет удовлетворять требованиям правил листинга биржи, а конкретный специалист

в будущем потеряет работу и лишится шанса в качестве ПЧСД попасть в совет директоров уже другого акционерного общества. Таким образом, каждый участник клуба ПЧСД будет дорожить своим статусом, а не местом в совете директоров конкретного акционерного общества. Действительно, даже тому мажоритарному акционеру, в чьих интересах такой специалист принял решение, ущемляющее, например, права миноритарных акционеров, не будет смысла поддерживать такого кандидата в будущем; он не будет обладать статусом ПЧСД, и формальные требования листинга выполнены не будут. И это не говоря уже о том, что миноритарные акционеры за него больше не проголосуют.

У человека должен возникнуть более сильный стимул в отношении обладания статусом ПЧСД, чем разовый заработок. Потеря статуса ПЧСД ведет к невозможности прохождения в совет директоров в таком качестве в будущем, а полная информационная прозрачность неправильного поведения в отношении миноритариев поставит крест на карьере такого специалиста.

Возникнет и обратный процесс – в результате такой схемы отбора ПЧСД будут появляться специалисты (в том числе отечественные) с безупречной репутацией, хорошими навыками корпоративного управления и большим практическим опытом. Работа таких специалистов действительно будет гарантией того, что совет директоров будет действовать в интересах всех акционеров, а акционерное общество будет развиваться максимально эффективно. Важным преимуществом будет являться и то, что у миноритарных акционеров появятся и ориентиры при выборах, и возможность провести в совет директоров кандидатов, которые защитят их интересы. И это будут не просто добровольцы или энтузиасты, а именно профессионалы. К тому же отпадет необходимость приглашать дорогостоящих, но бесполезных экспатов, которые едут в Россию, как правило, за легкими большими деньгами, а не с целью защиты прав миноритарных акционеров.

Принципиальные аспекты деятельности клуба ПЧСД

- Клуб должен быть организован миноритарными акционерами, инвесторами (например, на базе Ассоциации по защите прав инвесторов) при возможном участии биржи.
- У клуба должен существовать публичный кодекс с четко определенными действиями в рамках акционерного права. По сути, это инструкция, на основании положений которой можно принимать решения. Этот кодекс должен постоянно дорабатываться, но, главное, он не должен быть неконкретным, то есть похожим на существующие многочисленные кодексы, которые часто дублируют законодательство, и их можно соблюдать по форме, а не по сути.
- Деятельность членов клуба в советах директоров должна быть максимально прозрачна. Речь не идет о раскрытии информации, представляющей

коммерческую тайну; важны иные действия, затрагивающие интересы акционеров. Особенно важно голосование ПЧСД по вопросам корпоративных реорганизаций, определения цен акций дополнительных эмиссий, условий выкупа акций, крупных сделок, изменений устава, рекомендаций распределения прибыли и др.

- У членов клуба должна быть обязательная отчетность по принятым решениям повестки дня совета директоров, а также описание предпринятых действий с целью исправления ненадлежащих ситуаций (например, нераскрытие обществом информации).
- Должна быть организована возможность осуществления обратной связи от акционеров обществ, где работает ПЧСД. Иными словами, акционеры должны иметь возможность пожаловаться на действия члена клуба, а руководство клуба должно организовать непредвзятое и грамотное расследование обстоятельств того или иного инцидента.
- Должна существовать общественная приемная клуба, где можно задать вопросы и получить ответы. У каждого ПЧСД должен быть личный кабинет с описанием истории его деятельности, профессионального опыта, достижений и заслуг. Необходимо обеспечить возможность общения с каждым ПЧСД всем заинтересованным лицам, но, в первую очередь, миноритарным акционерам. У членов клуба может существовать рейтинг, формируемый миноритарными акционерами.
- У клуба должны быть четкие критерии приема кандидатов в ПЧСД и исключения из клуба. Должна существовать комиссия, контролирующая деятельность членов клуба в качестве ПЧСД.

Акционерам необходимо учитывать факт того, что работа в совете директоров должна оплачиваться. Но ПЧСД должен помнить, что возможность получения этого дохода обеспечивается доверием акционеров (в первую очередь миноритарных), которое возникает в результате грамотных действий в отношении всех собственников акционерного общества.

Мы считаем, что только такой путь является правильным для появления дееспособных членов советов директоров, которых в текущей терминологии принято называть независимыми. Наличие ПЧСД должно стать требованием правил листинга.

Выводы

- Существующий способ выбора в советы директоров «независимых» членов не гарантирует высокого качества корпоративного управления в акционерном обществе. У таких кандидатов нет стимула принимать справедливые решения в интересах всех акционеров, когда такие решения противоречат желаниям мажоритарного акционера.

- Требования законодательства и правил листинга, сконструированные определенным образом, могли бы запустить итерационный процесс по улучшению качества корпоративного управления в акционерных обществах.
- Только независимая организация с четкими правилами и максимально прозрачными принципами освещения деятельности ее членов в состоянии создать дееспособный институт профессиональных членов советов директоров.
- Уровень экономического развития государства максимально зависит от эффективности работы советов директоров публичных акционерных обществ, на которые приходится львиная доля валового внутреннего продукта. Темпы и уровень развития самих обществ зависят от инвестиционного климата в стране. Благоприятный инвестиционный климат невозможен без высокого качества корпоративного управления в компаниях и соблюдения смысла и сути закона «Об акционерных обществах».



P.S. Специалисты УК Арсагера проводят регулярное исследование уровня корпоративного управления публичных компаний России. С 2008 года результаты исследования публично раскрываются на сайте компании. Ключевым изменением, внесенным в методику в 2014 году, стало толкование качества работы «независимых директоров» в

публичных акционерных обществах. Практика показала, что профессиональный уровень таких представителей акционеров в целом является весьма невысоким. По ключевым и наиболее болезненным для акционеров вопросам они, как правило, голосуют в общем русле, совершенно не задумываясь о последствиях для акционеров и общества. В этой связи мы приняли решение не улучшать оценку корпоративного управления при наличии таких людей в советах директоров акционерных обществ. На наш взгляд, важнее качество принимаемых решений, нежели то, кем они принимаются.

Важно! Осознавая всю важность корпоративного управления для повышения доходов акционеров, мы выпустили Кодекс профессионального члена совета директоров с трактовкой наиболее важных вопросов, с которыми сталкиваются органы управления акционерным обществом. Документ не имеет аналогов в России и служит путеводителем для членов советов директоров при принятии важнейших решений в части корпоративного управления. До внедрения публичными компаниями в практику корпоративного управления положений Кодекса профессионального члена совета директоров мы обнуляем оценки по данной характеристике для всех объектов нашего исследования.



- В рамках курса «Факультатив» следующим читайте материал 9.5. Кто продает на максимумах и покупает на минимумах?

Глава 9. Как инвестировать самостоятельно

9.1. Кто выигрывает на фондовом рынке

Какой главный мотив большинства частных трейдеров на фондовом рынке, фьючерсах, опционах и рынке форекс? Это неугасаемая надежда на внезапное обогащение. Биржа и брокеры организуют курсы, где учат «зарабатывать своим умом», проводят всевозможные конкурсы на звание «лучшего инвестора». Победители показывают результат – сотни, даже тысячи процентов. Правда, когда совершается в среднем десяток операций в минуту, лучше подойдет термин «спекулянт». В этом материале мы попробуем разобраться, кто выигрывает на фондовом рынке и что для этого нужно делать.

Природа заработка на фондовом рынке

Общий результат всех участников на фондовом рынке – это не что иное, как изменение капитализации компаний за отчетный период плюс выплаченные ими дивиденды.

Среднерыночная теоретическая доходность за период = (изменение капитализации фондового рынка + дивиденды) / капитализация на начало отчетного периода.

Данный показатель весьма близок по смыслу к фондовому индексу. Индексы, по которым следят за динамикой фондовых рынков, как правило, не учитывают выплаченные дивиденды. В последнее время по большинству индексов параллельно рассчитывают полную доходность – эти же индексы, но с учетом выплаченных и реинвестированных дивидендов. Индексы имеют более узкую базу расчетов (меньшее число эмитентов, чем на рынке в целом), к тому же в большинстве индексов учитывается не капитализация всей компании, а только ее часть (фри-флоат). Тем не менее, для характеристики среднерыночной доходности индекс вполне приемлем.

Уточним понятие среднерыночной доходности с практической точки зрения. В общем виде ее можно записать следующим образом:

$$Y = \frac{(\Delta MC + D - C)}{(MC + \text{Cash})},$$

где Y – среднерыночная доходность участников рынка;

ΔMC – изменение капитализации компаний за отчетный период;

D – выплаченные дивиденды;

C – транзакционные издержки (спреды, комиссия брокера, биржевой сбор, вознаграждение депозитария, проценты по маржинальному кредитованию, налог на дивиденды, налог с положительной курсовой разницы в случае совершения операций, вознаграждения управляющих, оплата обучения, информации и т. п.);

MC – капитализация компаний на начало отчетного периода;

Cash – среднечасовая сумма денежных средств в портфелях участников рынка (размер всех средств, не вложенных в ценные бумаги, также сюда можно отнести вложения на срочном рынке в контракты, связанные с фондовым рынком).

Так как C и Cash всегда больше 0, то среднерыночная доходность автоматически становится хуже индекса полной доходности.

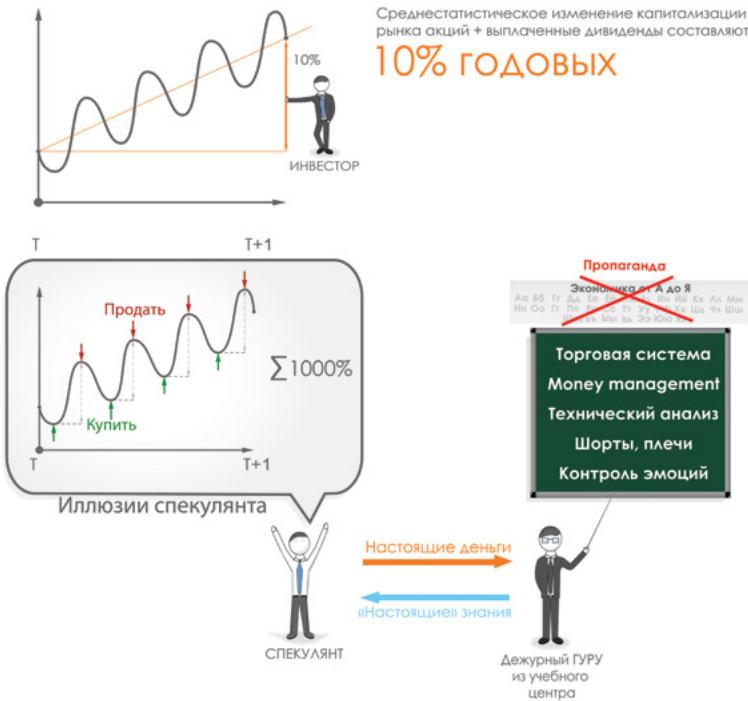
В результате мы приходим к важному выводу: все участники фондового рынка никогда не смогут обыграть фондовый индекс.

Статистика фондового рынка показывает, что фактические данные по результатам работы за 3-5 лет выглядят так: 80% проигрывают индексу(!), 13% работают с той же эффективностью и 7% выигрывают.

В сознании людей все происходит иначе: 90% игроков считают себя выдающимися, а коллег середнячками (эффект Лейк-Уобегона).

Обучающие курсы, технический анализ, пропаганда брокеров и бирж, конкурсы среди частных «инвесторов», где победители показывают 1 000% роста. Все это направлено на то, чтобы сформировать у человека убеждение: на финансовом рынке можно «внезапно обогатиться» и «мне надо чутка подучиться – я тоже быстро разбогатею».

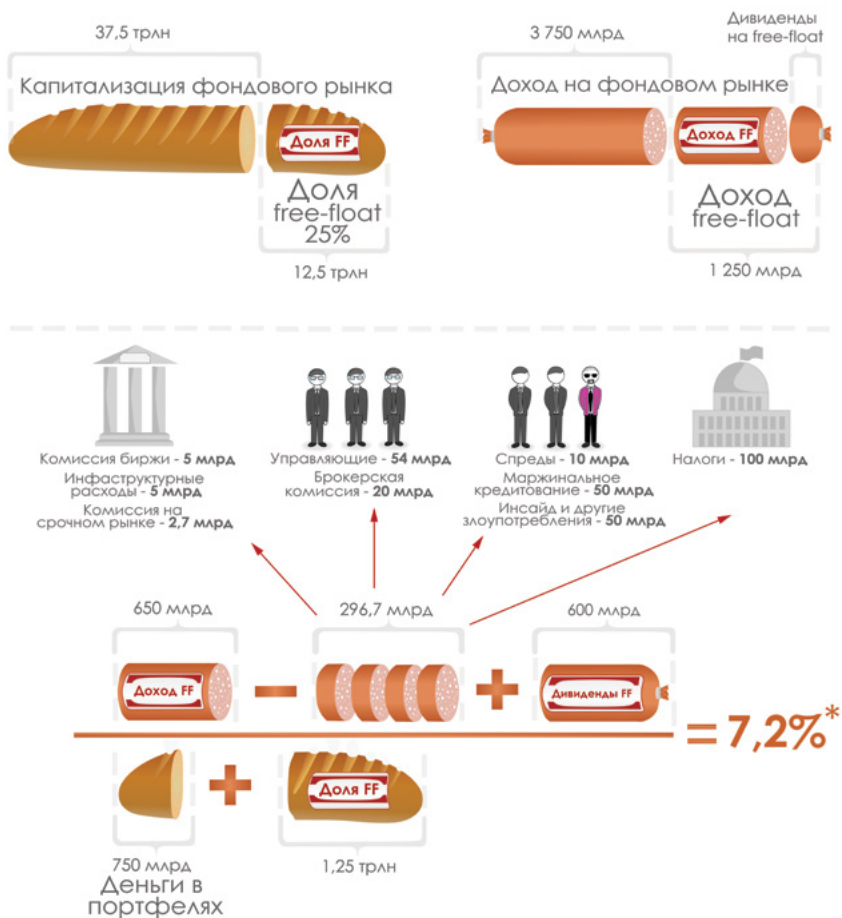
Реальные результаты участников на рынке акций



Доходы брокеров на фондовом рынке

Биржу и брокеров понять можно – в этой формуле они борются за максимизацию своих доходов (С). Им все равно, куда двинется рынок, поэтому в сознание трейдеров вживляется стереотип: «не важно, рост или падение – зарабатывать можно на любом движении рынка».

Большинство игроков даже не интересуется среднерыночная доходность. Они амбициозны и рассчитывают на сотни или (при плохом раскладе) хотя бы на несколько десятков процентов в год. Откуда берется эта массовая самонадеянность? На чем основана уверенность, что именно вы обыграете всех остальных?



*Наличие транзакционных издержек приводит к тому, что фактический результат всех участников рынка акций ниже уровня рыночного результата — 7,2% против 10%.

Чтобы выиграть на фондовом рынке 1 000%, должно быть 10 игроков с таким же размером счета как у вас, и они должны проиграть ВАМ все без остатка.

Про фьючерсы, опционы и форекс

Теперь несколько слов о фьючерсах, опционах и форексе. На фондовом рынке хотя бы есть положительная среднестатистическая доходность. Там сам актив – акция – имеет свойство увеличивать свою стоимость, то есть является производительным активом.

Фьючерсы, опционы и форекс, в отличие от фондового рынка, – чистой воды тотализатор. Объем выигранных денег равен объему проигранных минус комиссия организаторов. Выигранные деньги забираются из карманов проигравших. Учитывая злоупотребления со стороны крупных игроков и организаторов торговли, вся армия самонадеянных спекулянтов – это МЯСО, кормовая база.

Можно ли быстро обогатиться на рынке ценных бумаг?

Иллюзия того, что на финансовом рынке можно сказочно обогатиться (надо только чуть-чуть доработать свою систему торговли), будет всячески поддерживаться. В первую очередь теми, кто за счет (С) привык покупать дома, дорогие авто и много путешествовать. Особенно в этом преуспели форекс-клубы. Они добились поистине впечатляющих успехов, когда за небольшой промежуток времени все деньги игроков переходят в «С».

По статистике результат на рынке акций распределяется следующим образом:

7% участников — получают доходность «лучше рынка»
13% участников — получают среднюю «по рынку»* доходность
80% участников — получают доходность «хуже рынка»



Если средняя доходность группы участников «лучше индекса» 15%, то 80% участников получают только 5% доходности

* Для простоты расчетов в качестве средней по рынку мы приняли 10%, но по факту реальный индексный портфель не может получить такую доходность из-за транзакционных издержек (налоги, комиссии, ошибка слежения)

Самое сложное в лечении алкоголизма – признаться себе, что ты алкоголик. На самом деле не все так грустно. Надо только победить свою самонадеянность, отказаться от иллюзорных надежд на внезапное обогащение – это самое сложное. А дальше все просто: регулярная покупка акций без попыток играть на колебаниях, особенно на понижение, может приносить доход выше, чем банковский депозит. Потому что бизнес, который лежит в основе акций, работает и создает добавленную стоимость.

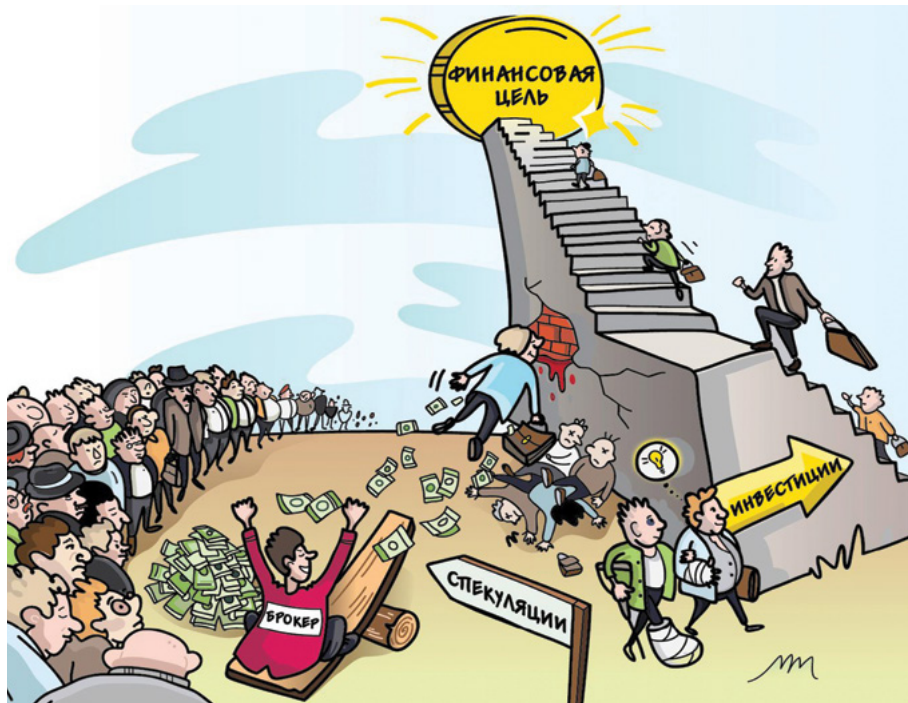
Возможно, такой вариант вам покажется скучным, но зато он гораздо более реалистичный.

Быть среди 13% и получать доходность, которую приносит фондовый индекс, – уже неплохо (если не рассчитывать на мифические 1000%, а просто стремиться быть лучше, чем 80% других).

Теперь про заветные 7%, которые лучше других. Как заработать больше, чем приносит рынок? Мы не будем обсуждать тему «купил по минимуму, продал по максимуму, и так 200 раз подряд».

Наши советы как работать на фондовом рынке

Во-первых, использовать стратегию полного инвестирования. В рыночном индексе по определению отсутствуют деньги – он весь состоит из ценных бумаг. Индекс не пытается сыграть на колебаниях рынка и обыгрывает при этом целую армию профессиональных управляющих.



Во-вторых, оптимизировать транзакционные издержки. Оплата услуг инфраструктуры фондового рынка может отнимать существенную часть от зарабатываемого дохода. Перекладки в портфеле должны осуществляться только при покупке потенциально более доходного актива. Также необходимо внимательно следить за налоговыми последствиями своих операций на фондовом рынке. И если ежегодные потери налога на дивиденды неизбежны, то осуществление необоснованных сделок может привести к увеличению совершенно необязательных налоговых расходов по итогам года. Не стоит платить за обучение, особенно если это касается курсов по техническому анализу, биржевым спекуляциям и т.п. Самую полезную и ценную информацию, как правило, можно получить бесплатно!

В-третьих, самое главное – это правильно выбирать активы. Фондовый рынок – это множество акций, а значит, всегда будут такие, которые показывают результат лучше или хуже. На вопрос «как выбрать лучшие?» здесь подробно ответить не удастся, но если кратко: необходимо оценивать акции с точки зрения соотношения «экономика – стоимость» и продавать одни, только когда выявлены другие, более интересные по этому критерию. Это не позволит заработать 1000%, но на длинном интервале будет лучше, чем результат большинства спекулянтов.

P.S. Паевой инвестиционный фонд позволяет снизить (вплоть до нуля) негативное влияние налогообложения дивидендов и операций с активами на результат инвестирования. ПИФ не платит налог на дивиденды и налог с положительной курсовой разницы в случае совершения операций (см. материал «Какие налоги платит ПИФ? Как пайщику получать регулярный доход?»). Но необходимо обращать внимание на общий размер расходов самого паевого фонда. Подробнее о влиянии транзакционных издержек на результат инвестирования в ПИФ читайте в материале «Транзакционные издержки и их влияние на результат инвестирования. Формула стоимости услуг доверительного управления»

▲ В рамках курса «Школа» следующим читайте материал 9.3. В чем отличие спекулянта от инвестора?

9.2. «Клин Арсагеры», или особый взгляд на диверсификацию активов

О диверсификации написано немало. Разные авторы пытаются раскрыть и донести до читателей смысл диверсификации. В основном суть этих изысканий сводится к словарному определению:

«Диверсификация – распределение инвестируемых денежных капиталов между различными объектами вложений с целью снижения риска возможных потерь капитала».

Мы решили пойти немного дальше и взглянуть на это понятие несколько по-иному.

Какая существует связь между крупным сетевым магазином продуктов и инвестициями на фондовом рынке? На первый взгляд связи нет, что тут может быть общего? Но, оказывается, и там, и там активно используется диверсификация.

Ни для кого не секрет, что в крупных магазинах воруют товары, и уровень воровства влияет на прибыль магазина. Если в магазине один покупатель что-то купил за 100 руб. и еще один «покупатель» украл из магазина товар на 100 руб., то чтобы получить прибыль, магазин будет вынужден поднять стоимость товара до 200 руб. Для того чтобы избежать такой ситуации, сетевые магазины в первую очередь стремятся к увеличению числа покупателей. Ведь если в магазине побывала тысяча покупателей, то они потратят 100 тыс. руб., уровень воровства в абсолютных цифрах также может возрасти, но тут вступает в действие «закон больших чисел». При превышении определенного количества покупателей в процентном выражении уровень воровства не изменяется.

То есть за счет увеличения числа покупателей сетевые магазины не защищают себя от воровства, а увеличивают определенность получения заданного уровня потерь в процентах от выручки. Для них это и есть диверсификация. Кстати, когда вы видите, что кто-то ворует в магазине, то должны понимать, что этот кто-то ворует у вас, ведь магазин, зная о постоянном проценте потерь, включает в наценку не только прибыль для себя, но и эти потери.

Суть диверсификации

Суть диверсификации на фондовом рынке также заключается в повышении уровня определенности, а вовсе не в защите от падения, как многие полагают. Причем под определенностью мы понимаем получение среднерыночного результата, и чем выше уровень диверсификации, тем выше вероятность получить этот среднерыночный результат.

На начальной стадии исследования «Клина Арсагеры» мы определяли уровень диверсификации портфеля исходя только из количества акций, входящих в него. Однако такой подход не позволяет учитывать различные

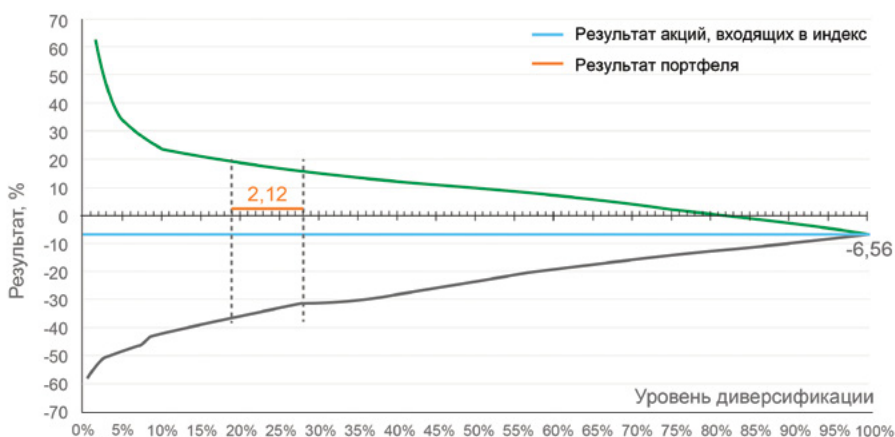
доли акций в портфеле и доли акций на рынке (здесь мы подразумеваем доли фри-флоата). Тогда мы ввели понятие «уровень диверсификации Арсагеры» – это пересечение состава и структуры портфеля с составом и структурой капитализации фри-флоатов всех акций, обращающихся на рынке. Исходя из данного определения портфель, составленный из всех эмитентов долями, равными отношению капитализации их фри-флоата к суммарной капитализации фри-флоата всех акций на 100% диверсифицирован, потому что такой портфель:

- покажет результат, равный среднему результату рынка. И никогда не будет лучшим или худшим, а всегда только средним (хотя мы знаем, что ему проигрывают 80% участников, что подтверждается нашими подсчетами);
- будет показывать результат, характеризующий в данном случае результат рынка акций.

Таким образом, определенность этого портфеля задана в относительных величинах на 100%, или его можно считать полностью (на 100%) диверсифицированным исходя из понятия диверсификации Арсагеры.

Мера риска портфеля в этом понимании является обратной стороной уровня диверсификации и означает возможное отклонение портфеля от среднерыночного результата. То есть при разных уровнях диверсификации возможны различные отклонения от среднего результата (от одного до нескольких десятков процентов), и чем выше возможные отрицательные отклонения, тем выше риск портфеля.

Подтверждением этой мысли может служить график (так называемый клин Арсагеры), на котором отражена зависимость между уровнем диверсификации портфеля и его результатом. Стоит оговориться, что данный график применим при использовании стратегии полного инвестирования, то есть когда в портфеле доля денежных средств стремится к нулю (при



использовании «шортов», «плечей», попытках спекулировать на акциях результат может быть вне «клина»).

Отметим, что клин Арсагеры универсален, и его можно построить по результатам любой группы активов и любого сегмента, например клин для акций индекса или клин для корпоративных облигаций. Поэтому на практике для построения графика мы рассматривали не все акции на рынке, а только входящие в индекс МосБиржи. На них приходится свыше 80% капитализации фри-флоата (free-float – доля акций, находящихся в рыночном обращении и не принадлежащая мажоритарным акционерам) всех акций, обращающихся на бирже.

Под результатом акций, входящих в индекс, мы подразумеваем средневзвешенный результат пропорционально долям акций в индексе. Результат акций, входящих в индекс, обозначен на графике синей линией.

Уровень диверсификации Арсагеры обозначен на оси X и показывает, насколько исследуемый портфель диверсифицирован относительно 100% диверсифицированного портфеля.

Зеленая линия характеризует результаты модельных портфелей, показавших наилучший результат. Серая линия характеризует результаты худших портфелей. Доли акций в портфеле взяты пропорционально их долям в индексе. Линии лучших и худших портфелей ограничивают область результатов, которые мог получить инвестор при том или ином уровне диверсификации.

Например, при уровне диверсификации портфеля в 19-28% лучший результат мог быть +20%, худший – -40%, а по факту он мог составить +2,12% (оранжевая линия).

Коллизия денег

Результат 100% диверсифицированного портфеля характеризует средний результат, который мог бы быть у участников рынка без учета транзакционных издержек, использования «шортов», «плечей», попыток спекулировать. Тем не менее, статистика показывает, что этому результату проигрывает 80% участников из-за транзакционных издержек и наличия денег в портфеле. Но если рынок вырос, деньги ухудшают средний результат участников. Если же рынок упал – улучшают (результат денег всегда равен нулю). Так как по статистике в долгосрочном периоде рынок акций растёт, то в итоге деньги приводят к проигрышу. Да, можно ошибиться в оценке потенциала той или иной акции, но не в случае с деньгами. Их потенциал всегда равен нулю, а с учетом инфляции – отрицателен. Поэтому мы придерживаемся принципа полного инвестирования. По нашим оценкам доля денег в портфелях участников рынка в среднем составляет 7-10%, хотя у спекулянтов она может достигать 50% и более.

Выбор управляющего и меры риска инвестиционного инструмента

Мы уже писали, что задача управляющего – показывать результат лучше среднего по рынку, и рассказывали, как можно этого достигать. Отклонение структуры портфеля от 100% диверсифицированного создает как возможности, так и риски отличия от среднерыночного результата. Недаром в развитых странах самыми популярными фондами являются индексные. Поэтому портфель, составленный из трех эмитентов: Газпром, ЛУКОЙЛ и Сбербанк (равными долями), будет более диверсифицирован, чем, например, портфель из 20 компаний второго эшелона. Важно также отметить, что если управляющий не отклоняет портфель от рыночного, то результат такого портфеля не будет лучше среднего.

Именно на уровень диверсификации Арсагеры в числе прочих факторов следует ориентироваться клиенту при выборе инвестиционного продукта, так как портфель, где инвестиционная декларация устанавливает лимит на одного эмитента на уровне 10%, может быть совершенно по-разному диверсифицирован. Мы пришли к выводу, что калибровку инвестиционных продуктов по уровню риска необходимо осуществлять на основе уровня диверсификации (отклонения от 100% диверсификации), а не на основе количества эмитентов и лимита на одного эмитента (впоследствии мы провели дополнительные исследования влияния количества эмитентов в портфеле на уровень отклонения результата от среднего). В этих терминах наши портфели диверсифицированы на 12-40% (отклонение от рыночного портфеля составляет 60-88%). На наш взгляд, этот уровень диверсификации является приемлемым с точки зрения защиты от сильных неблагоприятных отклонений от средних результатов рынка. В то же время такой уровень отклонения позволяет обеспечить результат существенно лучше рынка, что, впрочем, пока является нашим экспертным мнением.

С технической точки зрения мы вполне сможем удерживать уровень диверсификации в диапазоне 12-40% при увеличении объема портфелей в разы. При очень сильном увеличении объемов уровень диверсификации будет тоже естественным образом увеличиваться. По нашим оценкам, при объеме портфеля 10-20 млрд руб. уровень диверсификации будет в районе 40-50%. Если уровень диверсификации будет высоким, то результат будет приближаться к результату индексных фондов.

В заключение отметим интересный момент: такое понятие как оптимальная диверсификация становится трудно формализуемым. Решение этой задачи уходит в плоскость оптимизации результата, объема портфеля, соотношения фри-флоатов. Так как при составлении портфеля необходимо учитывать прогноз потенциальной доходности (от неё зависит результат) по той или иной акции, а он может содержать ошибки, то на практике решить это уравнение по оптимизации крайне сложно, но мы работаем над решением этой задачи.

Выводы

- Диверсификация на фондовом рынке заключается в повышении уровня определенности получения заданного результата, а вовсе не в защите от падения.
- Уровень диверсификации Арсагеры – это пересечение состава и структуры портфеля с составом и структурой капитализации фри-флоатов всех акций, обращающихся на рынке.
- У любого портфеля есть уровень диверсификации (соответственно мера риска), но многие не знают о его значении. Результат может быть отличным от рынка (например, намного лучше всех), но только по уровню диверсификации можно судить, случаен он или нет.
- Уровень диверсификации портфеля не зависит от количества эмитентов: портфель, составленный из трех эмитентов (Газпром, ЛУКОЙЛ и Сбербанк равными долями), будет более диверсифицирован, чем, например, портфель из 20 компаний второго эшелона. Лимит на одного эмитента в инвестиционной декларации не определяет уровень диверсификации, хотя косвенно и влияет на него.
- Выбирайте инвестиционный продукт в соответствии с его уровнем диверсификации. Оценивайте действия управляющего в этом отношении.

■ В рамках курса «Университет» следующим читайте материал 9.6. Волатильность может приносить доход! Но не спекулянтам!



Видеоматериалы по теме на канале «Арсагера» в YouTube: плейлист «Лекториум».

9.3. В чем отличие спекулянта от инвестора?

Начнем с того, что у всех слишком разные представления о понятиях «инвестор» и «спекулянт», при этом каждый считает свою точку зрения верной («Ну, это нормально», как говорил один персонаж известного фильма).

Мы не будем перечислять чужие точки зрения, а сформулируем ключевое отличие (на наш взгляд) инвестора от спекулянта: инвестор покупает акцию как бизнес (1) на неопределенный срок (2) с пониманием того, какую доходность он (бизнес) может ему принести (3); у спекулянта как минимум одна из этих трех составляющих отсутствует. Кстати, глядя на эти критерии, несложно понять, что вложения в валюты не являются инвестициями в принципе, как и срочный рынок. Также становится понятной нелепая фраза «инвестор – неудавшийся спекулянт». Логично, что если ты не понимаешь, что покупаешь, то в ситуации когда «не покатило», «залипаешь» и сидишь, не понимая, что делать дальше. В этой поговорке по второму критерию (неопределенный срок) спекулянтов относят к инвесторам, что, конечно же, нелепо.

Теперь по поводу «бывают ли хорошие спекулянты?». Хотелось бы уточнить: хорошие для кого? Мы часто сталкиваемся с «хорошими» для нас спекулянтами, которые по неведомым причинам продают нам интересные акции, не задумываясь о фундаментальной стоимости самого бизнеса (анализируют графики, интуитивный трейдинг, чувствуют настроение рынка и пр.), ну спасибо им – они хорошие. Хорошо ли их кошелькам – это вопрос. Мы по-прежнему утверждаем, что в долгосрочном периоде они в 99% случаях проигрывают среднерыночной доходности, а часто в принципе проигрывают все свои деньги.

Для нас (как инвесторов) спекулянты, как правило, всегда хорошие – они создают ликвидность и позволяют покупать и продавать акции по выгодным ценам. Для себя и своих семей спекулянты в 99% случаях всегда плохие.

Безусловно, существуют и плохие инвесторы. Здесь, конечно же, все упирается в качество прогнозов: какая экономика будет у бизнеса в перспективе и по какой цене тот или иной бизнес приобретается. Это две основные характеристики потенциальной доходности инвестиции. Более подробно об этом в материале «Как инвестировать в акции, используя потенциальную доходность?».

Если инвестор постоянно ошибается в оценке потенциальной доходности актива и, как следствие, его результат на долгосрочном окне уступает рынку, то назвать такого инвестора хорошим невозможно. Но чтобы делать такие выводы, в портфеле должно присутствовать множество различных активов (диверсификация и полное инвестирование), и срок тоже должен быть репрезентативным. В принципе, быть успешным инвестором в долгосрочном периоде (показывать результат выше рыночного, например индекса МосБиржи) – достаточно серьезная и кропотливая работа. Поэтому мы одобряем выбор и хорошо понимаем смысл индексного инвестирования – для рядового гражданина это действительно отличное решение (Джон Богл десять раз прав!).

9.4. О вреде деловых СМИ, или как покупать акции?

Многие из тех, кто задумывается о вложении денег в акции, опасаются, что у них мало опыта и знаний. Они пытаются узнать мнение специалистов и неизбежно сталкиваются с деловыми СМИ. ТВ, радио, газеты и интернет соревнуются в привлечении «специалистов». Они-то и вовлекают тех немногих «смельчаков» в «волшебный мир спекуляций». Опыт огромного количества людей показывает, что попытки играть на колебаниях заканчиваются потерей денег. Регулярное и дисциплинированное инвестирование в акции, напротив, дает фантастические результаты.

Что же мешает людям инвестировать в ценные бумаги?

Почему же многие занимаются именно «игрой на колебаниях», а не регулярным инвестированием? У такого поведения две основных причины.

1. Соблазн потребления: немногие люди способны инвестировать регулярно и дисциплинировано. Всегда приходится бороться с непреодолимым желанием «в этом месяце пропустить». Всегда будут появляться непредвиденные расходы и «объективные» причины. Этот фактор зависит от самого человека и его силы воли.

Вторая причина куда сильнее и коварней.

2. Это внешнее информационное давление. У людей, которые начинают вкладывать средства в акции, есть разрушительная иллюзия: они думают, что дополнительная информация от «экспертов», «аналитиков» поможет им принимать «грамотные решения», когда лучше купить или продать акции.

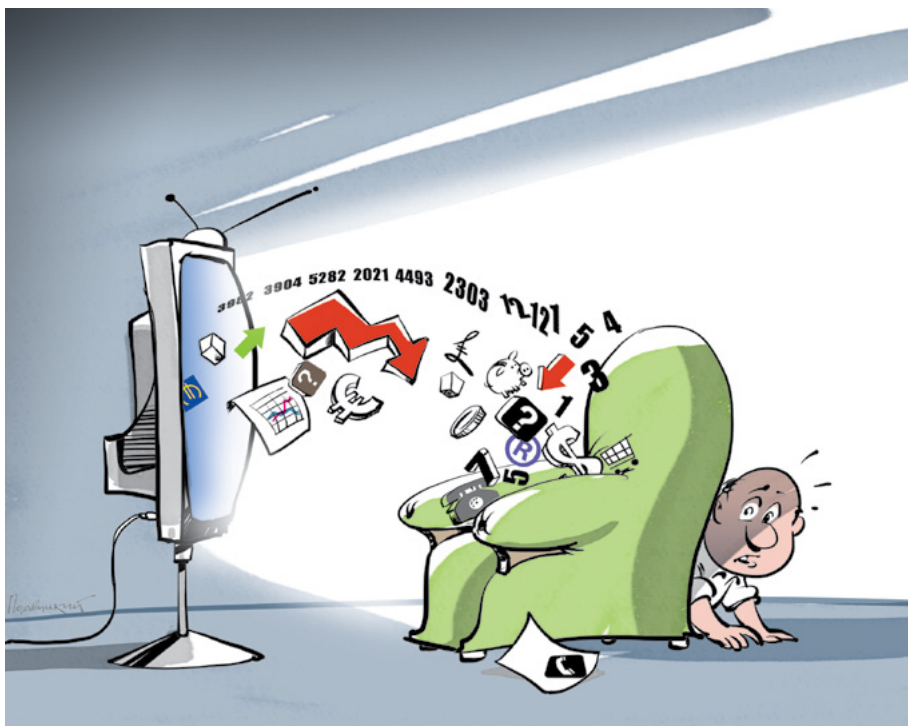
Как могут деловые СМИ влиять на людей, желающих стать инвесторами?

Высказывания так называемых «специалистов» многократно усиливают деловые СМИ. Обычный человек полагает: раз кого-то позвали на ТВ/радио, значит это человек, который «знает» будущее. Хотя зачастую эти «эксперты» даже не вкладывают в акции свои личные деньги.

Мнение, сформированное «экспертами» и «специалистами», заставляет людей поступать прямо противоположно здравому смыслу: «хорошие» новости заставляют людей покупать и без того подорожавшие акции. «Плохие» новости, наоборот, заставляют людей избавляться от подешевевших акций, имеющих отличный потенциал.

Не слушайте аналитиков. Одна половина этих людей советуют покупать, другая половина – продавать. На самом деле вы прислушаетесь к мнению, на которое наткнулись случайно.

Наиболее активные, любознательные и энергичные люди, вовлеченные в спекуляции, теряют деньги и чувствуют себя обманутыми. На их опыт смотрят десятки их менее решительных знакомых. В дополнение к ощущению «обмана» первые чувствуют себя еще и «лузерами».



«Специалисты» и «эксперты» будут подбадривать: «Вы приобрели «бесценный» опыт, надо не останавливаться на достигнутом и продолжать попытки «спекулировать», теперь уже с «новыми знаниями». Потом появляется еще более «ценный» опыт и уж теперь-то точно все будет в шоколаде. Однако на практике ситуация с годами не меняется. Это как человек, стремящийся избавиться от наркотической зависимости, будет считать, что с каждой новой дозой он набирается опыта по отказу от наркотиков.

Потеряв деньги, эти люди (и другие, которые смотрят на них) получают «стойкую прививку» к инвестициям на фондовом рынке. Обычный человек думает: «раз я не умею спекулировать, не надо совать нос на фондовый рынок».

Общая вина деловых СМИ и «экспертов», которых они приглашают, состоит в том, что у людей закрепляется неверный стереотип: им кажется, что на фондовом рынке можно заработать только за счет спекуляций.

Это двойная ложь!

Ложь № 1: на фондовом рынке можно заработать ТОЛЬКО за счет спекуляций.

Ложь № 2: за счет спекуляций МОЖНО регулярно зарабатывать.

Фондовый рынок может увеличить благосостояние людей, но не за счет колебаний и попыток играть на них. Стоимость бизнеса растет благодаря тому, что тысячи людей изо дня в день трудятся и создают стоимость для акционеров.

Инвестируйте в ценные бумаги и остерегайтесь советов деловых СМИ

Самое грамотное решение – регулярно покупать акции и не слушать никаких «авторитетов». Психологически очень трудно покупать акции в кризисы на фоне общей паники, уныния и истерик «экспертов». В такие моменты, как правило, и с деньгами туговато.

Однако именно эти покупки оказываются потом самыми удачными – в эти моменты вы получаете максимальное количество акций за «то же самое» количество денег. Непосредственно в момент покупки это кажется чистым безумием и не у многих хватит на это духа.

Регулярная покупка акций «убивает двух зайцев»:

1. не надо думать о минимальной сумме, с которой начать инвестирование, можно начать с любой;
2. не стоит ломать голову, когда покупать акции: какие-то покупки будут более удачными, какие-то менее. НИКТО ЗАРАНЕЕ НЕ ЗНАЕТ, какая покупка будет удачнее.

Регулярная покупка акций не является «еще одной новой идеальной торговой системой». Это использование фондового рынка по его прямому назначению и в соответствии с его физическим смыслом. Это удобный и технологичный способ вложить свои деньги в работающий бизнес. Это способ обменять свои деньги, то есть результаты своего труда в настоящем на труд других людей в будущем.

Конечно, не все акции дают одинаковый результат, но тут поможет диверсификация.

Еще есть полезный ментальный прием: отказаться от измерения своего благосостояния в деньгах и перейти к его измерению в акциях. Надо копить не деньги (которые обесцениваются), а акции – как часть бизнеса, нацеленного на прибыль и создание стоимости.

Выводы

- Надо использовать фондовый рынок по прямому назначению – как технологичный способ приобретения бизнеса.
- При вложении в акции необходимо сознательно отказаться от игры на колебаниях и изолировать себя от мнения «экспертов».
- Осуществлять вложения регулярно, дисциплинированно и соблюдать диверсификацию.
- Помнить, что по статистике в долгосрочной перспективе акции растут, а деньги дешевеют.

▲ В рамках курса «Школа» следующим читайте материал 9.10. Регулярные инвестиции – возможность и необходимость.

9.5. Кто продает на максимумах и покупает на минимумах?

Джон П. Морган в 1929 году за несколько дней до биржевого краха сумел избавиться практически от всех акций, которыми владел. Комиссия Конгресса США заподозрила Моргана в использовании инсайдерской информации и манипулировании рынком. Банкир объяснил, что решение о продаже он принял, когда его чистильщик обуви поинтересовался перспективами акций железнодорожной компании, которые он недавно купил в некотором количестве. «Когда на рынок приходят чистильщики обуви, профессионалам на нем больше делать нечего», – резонно решил финансист.

Известная байка

Мы в УК Арсагера не пытаемся играть на колебаниях рынка. Мы и вам не советуем этим заниматься. Однако тяга людей к внезапному и стремительному обогащению непреодолима. Многим кажется, что можно научиться предугадывать минимумы и максимумы рынка. Мы решили поделиться интересным наблюдением относительно того, кому же это удастся. Здесь не будет рассуждений на тему кукловодов и конспирологии, мы не сможем назвать конкретные фамилии или названия компаний. Это просто наблюдение, а точнее логическое рассуждение.

Начнем разматывать нашу логическую цепочку. Цена, которая в моменте сложилась на рынке, – это равновесие спроса и предложения. Причем равновесие, которое сложилось в денежном эквиваленте. Если объем торгов на бирже составил миллиард, это означает, что какое-то количество покупателей (обозначим это число Q_{buy}) потратило этот миллиард на покупку акций. А какое-то количество продавцов (обозначим это число Q_{sell}) получило этот миллиард от продажи своих акций.

Кстати, для «голубых фишек» в течение торгового дня оборачивается всего около 0,1-0,2% от общего количества всех акций, и эти сделки задают стоимость всей компании. Для акций «второго эшелона» этот показатель может быть еще ниже.

Что часто происходит в пиковые моменты максимальной эйфории или глобального кризиса? В период кризиса царит тотальная депрессия, эксперты в деловых СМИ в один голос предвещают апокалипсис, как, например, осенью 2008 года. Абсолютное большинство участников рынка пропитаны идеей продажи – их количество Q_{sell} в этот момент очень велико.

Вопрос: кто же покупает в этот момент? Мы не знаем их имена! Но акции не могут оставаться бесхозными, они не могут повиснуть в воздухе и не принадлежать никому.

Те, кто публично «громко кричит» о том, что все будет падать, как правило, уже продали и ждут момента, чтобы купить дешевле. Но они своими заявлениями оказывают информационное давление на тех, кто еще сомневается и не принял решения о продаже.



Общее настроение на рынке задается настроением участников по принципу «один человек – одно мнение». В спокойной ситуации количество покупателей примерно равно количеству продавцов ($Q_{buy} \approx Q_{sell}$). Но в пиковый (кризисный) момент количество продавцов намного больше, чем количество покупателей ($Q_{sell} \gg Q_{buy}$), и создается впечатление, что продают практически все.

Но мы помним, что цена – это равновесие спроса и предложения в денежном эквиваленте, а не по количеству участников. Запишем это в виде формулы (покупатели vs продавцы):

$$V_{buy} * Q_{buy} = V_{sell} * Q_{sell},$$

где Q_{sell} – количество продавцов;

V_{sell} – средняя сумма, полученная продавцом;

Q_{buy} – количество покупателей;

V_{buy} – средняя сумма, заплаченная покупателем.

Средняя сумма, которую тратят покупатели, намного больше, чем средняя сумма, которую выручают продавцы ($V_{buy} \gg V_{sell}$). Иными словами, большому числу мелких продавцов противостоит небольшая, но «финансово могучая кучка» покупателей.

Например, складывается впечатление, что осенью 2008 года на рынке акций был вообще всего один покупатель – ВЭБ.

Похожая картина складывается, когда рынок достигает максимальных значений и царит всеобщая эйфория. Только в этот момент огромному количеству мелких покупателей противостоит небольшое количество крупных продавцов (как в байке про Моргана).

Выводы

- Это наблюдение объясняет, почему у большинства людей есть негативное отношение к фондовому рынку. Увлеченные массовой эйфорией, они купили на максимумах, а в период черной депрессии продали на минимумах, после чего стали чувствовать себя обманутыми.
- Это также объясняет, почему богатые богатеют, а бедные беднеют, и почему 20% населения контролирует 80% активов. Всех этих людей отличает разный менталитет.
- Вы можете попробовать сами покупать на минимумах, а продавать на максимумах. НО! На наш взгляд, гораздо лучший эффект дадут регулярные инвестиции.

- В рамках курса «Факультатив» следующим читайте материал 12.5. Блеск и нищета DCF.

9.6. Волатильность может приносить доход! Но не спекулянтам!

«Фондовый рынок устроен так, чтобы перераспределять деньги от Активных к Терпеливым»

Уоррен Баффет

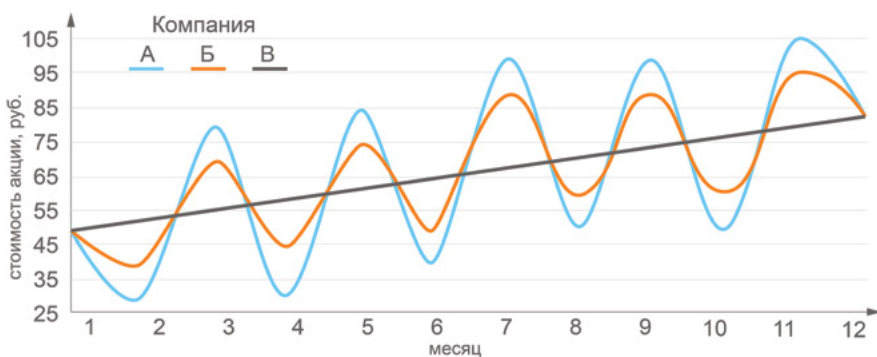
Для инвесторов на фондовом рынке уже стало аксиомой, что из двух финансовых инструментов, при прочих равных, необходимо выбрать тот, который обладает меньшей волатильностью. Но это не всегда так! Оказывается, что при условии регулярности инвестиций вложение средств в волатильный финансовый инструмент в итоге может показывать большую доходность, нежели вложения в стабильный инструмент.

Это утверждение подтверждается следующим условным примером. Предположим, что ежемесячно инвестор вкладывает в акции трех компаний по 1 000 руб., при этом на 12-й месяц акции всех компаний продаются.

Наибольшую волатильность показывают акции компании «А», а акции компании «В» демонстрируют равномерный прирост цены каждый месяц.

За год цена акций всех трех компаний выросла одинаково. Доходность вложений одинакова для инвестора, который купил акции в первом месяце и больше не вкладывал средств. В нашем случае инвестор, не обращая внимания на колебания цен, планомерно инвестировал по 1 000 руб. в месяц в акции каждой из компаний.

Условный график изменения цен акций



Ежемесячные вложения по 1000 рублей → через 12 месяцев → Количество акций А: 205, Б: 180, В: 172

Доходность		
А	Б	В
55%	36%	30%

В итоге, наибольшую доходность продемонстрировал не тот инструмент, у которого наблюдался постоянный прирост цены, а тот, колебания цены которого (волатильность) были наибольшими.

Эффект базы

Эту ситуацию можно объяснить эффектом базы. Эффект базы заключается в следующем: если цена акции упала на 50%, то, чтобы вы могли вернуть стоимость вложений на прежний уровень, она должна вырасти на 100%. Если посмотреть на эту ситуацию с позиций терпеливого инвестора, то при падении цены акции на 50% он не думает, что потерял что-то, а понимает, что может приобрести на ежемесячную сумму инвестиций в два раза (на 100%) больше акций. В дальнейшем при росте цены инвестор на ежемесячную сумму вложений приобретет меньше акций. Но в итоге у него будет 205 акций компании «А», это на 33 акции больше, чем если бы график изменения цены был похож на прямую линию как у компании «В», и на 25 акций больше, чем при инвестировании в компанию «Б». То есть за счет покупок акций «А» в нижних точках «на руках» у инвестора оказывается больше акций, продав которые, в случае если цена выровняется, он получит наилучший результат. Таким образом, для терпеливого инвестора, осуществляющего регулярные инвестиции, лучшим выбором для вложения средств могут стать именно волатильные финансовые инструменты. Почему же тогда большинство инвесторов так боятся волатильности на рынке? Данный страх вытекает из устоявшейся финансовой практики и психологических аспектов.

Волатильность в теории портфеля Марковица

Теория портфеля Марковица гласит, что при одинаковой доходности акций (одинаковом наклоне линий доходности) стоит выбирать актив с меньшей волатильностью. Данное утверждение незаметно стало аксиомой, а базируется оно на том, что если вам, как инвестору, срочно понадобится наличность, то вы продадите финансовый инструмент по той цене, которая в данный момент сложилась на рынке. Для высоковолатильных инструментов эта цена может быть гораздо ниже цены приобретения. Следовательно, по теории Марковица, чем ниже волатильность, тем ниже риск. Учитывая психологический аспект инвестирования, инструмент, который показывает равномерный прирост цены во времени (наподобие банковского депозита), крайне привлекателен для инвестора своей стабильностью, ему кажется, что и доходность по такому инструменту выше, чем доходность по акции, которая сегодня стоит 50 руб., завтра 70, а послезавтра 10. Но, как видно из нашего примера, стабильный актив при регулярном инвестировании существенно проигрывает волатильному активу с позиции доходности. В результате мы приходим к выводу, отличающемуся от теории Марковица: в случае регулярных вложений при выборе более волатильного актива инвестора может устраивать меньший итоговый рост цены, чем у стабильного инструмента, то есть меньший наклон линии доходности.

Психологический аспект инвестирования в волатильные финансовые инструменты

Инвестирование в волатильные финансовые инструменты – дело нелегкое, в первую очередь с психологической точки зрения. Когда участники фондового рынка действуют по принципу «куда все, туда и я», тогда-то и возникают колебания стоимости финансовых инструментов – волатильность. График изменения цен волатильных финансовых инструментов похож на синусоиду, за волной роста следует волна падения. То есть когда волна роста проходит, то цены на тот или иной инструмент начинают падать. Психологически человек устроен так, что при росте цены на акцию он вложит в нее больше денег, чем при падении. Рост всегда ассоциируется с чем-то положительным, с ощущением того, что выбор финансового инструмента был сделан правильно и надо побыстрее вложить туда еще средств. При падении все происходит с точностью до наоборот инвестор стремится или вложить меньше, или вовсе избавиться от этой «ошибки». Дисциплинированность инвестирования позволяет преодолевать эти сиюминутные эмоции и не поддаваться движениям толпы на фондовом рынке.

Начиная с августа 1997 года, человек ежемесячно покупал акции Газпрома на 1 тыс. руб. В августе 2019 года, несмотря на три кризиса, стоимость накопленного им пакета акций Газпрома составляла около 3,35 млн руб. При этом он потратил на покупку 268 тыс. руб., а в виде дивидендов получил 1 185 тыс. руб.

Акции Газпрома далеко не самые выдающиеся на российском рынке – это средний результат. Показатели инвестирования в акции Норильского никеля или Сбербанка гораздо лучше. Единственная ошибка этого человека – низкая диверсификация вложений.

Выводы

- Учитывая, что у большинства инвесторов вложения в волатильный финансовый инструмент стереотипно ассоциируются с высоким риском, сам по себе такой инструмент является интересным для вложения с точки зрения доходности, а положительный эффект базы от регулярных инвестиций увеличивает привлекательность волатильных активов для терпеливых инвесторов.
- Для итогового результата не страшно купить акцию, когда она стоит дорого, гораздо критичнее – не купить ее, когда она стоит дешево. У инвестора, который регулярно вкладывает средства на фондовом рынке, волатильный финансовый инструмент не должен вызывать чувства страха. Наоборот, если вы дисциплинированно подходите к инвестированию и умеете преодолевать эмоциональные порывы, то «волатильность» может принести вам доход.
- Это необычный подход, он идет вразрез с портфельной теорией Марковица, но, тем не менее, это действительно так, а большинство «инвесторов», которые пытаются угадывать колебания цен, лишь сами создают волатильность, от которой терпеливый инвестор только выигрывает.

9.7. Как инвестировать в облигации?

Облигации принято считать более надежным инструментом, чем акции, и в то же время менее доходным. Мы хотим дать несколько простых и полезных советов тем, кто инвестирует в облигации. Мы расскажем о том, как повысить эффективность при работе с облигациями, как сравнивать облигации между собой и как отличить «хорошие» облигации от «плохих».

Сравнение облигаций с банковским депозитом

Облигацию можно сравнить с банковским депозитом, но, в отличие от депозита, у облигации есть ряд преимуществ. Во-первых, надежность, или, другими словами, платежеспособность облигаций таких компаний как Газпром, ЛУКОЙЛ, МТС превосходит надежность многих российских банков.

Во-вторых, банк принимает деньги на депозит и потом выдает их в виде кредитов. Оценить качество кредитного портфеля (надежность банка) – практически невыполнимая задача для вкладчика.

В-третьих, банк принимает депозиты по одним ставкам, а кредиты выдает по более высоким, оставляя разницу себе. Покупая облигации, вы кредитуете компанию напрямую без посредников и можете управлять кредитным качеством своего портфеля.

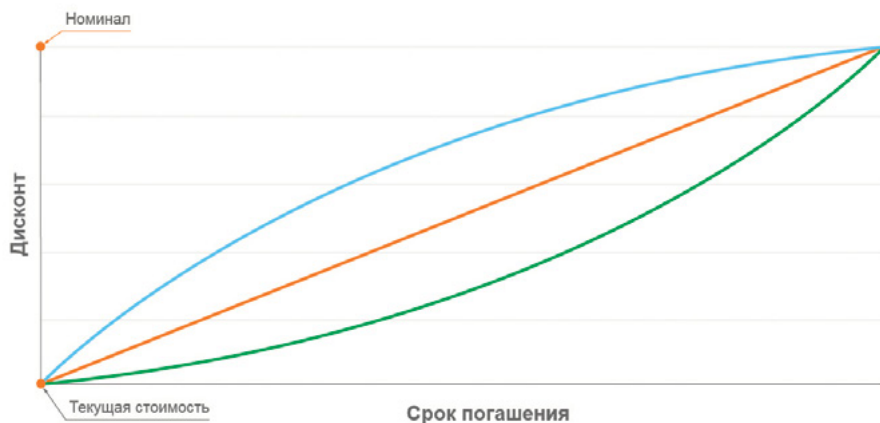
Ну и наконец, при досрочном прекращении депозита обычно теряются проценты и могут быть предусмотрены штрафные санкции. Портфель облигаций вы можете распродать в любой момент, при неизменных процентных ставках в стране вы не сильно потеряете в доходности.

Управление доходностью облигаций

Чтобы объяснить, как повысить эффективность портфеля, надо объяснить, как работает облигация. Облигация – это, с одной стороны, обязательство вернуть сумму вложения плюс доход, с другой стороны – это ценная бумага, которая может свободно покупаться и продаваться.

Рассмотрим самый простой случай – дисконтная бескупонная облигация. У облигации есть номинальная стоимость – это стоимость, которую компания обязуется вернуть при погашении. Цена, по которой облигация продается при размещении, меньше, чем номинальная стоимость. Разница между текущей стоимостью и номиналом называется дисконтом. Размер дисконта у такой облигации определяет доходность. На практике выпускаются более сложные облигации, которые имеют купоны (промежуточные выплаты). Кроме того, эмитент может объявить оферту (обязательство досрочно выкупить облигацию). Для таких облигаций приведенные в материале расчеты несколько усложняются. Простая дисконтная облигация позволит нам более наглядно объяснить физический смысл.

Еще один важный параметр – срок до погашения. Возьмем, например, облигацию со сроком погашения 1 год и текущей стоимостью 80% от номинала. Дисконт равен 20%, а доходность такой облигации составляет 25% годовых ($20/80 * 100\% = 25\%$).



Главный параметр, который влияет на стоимость облигаций, – это общий уровень процентных ставок. Когда уровень ставок растет, растет доходность, которую хотят получить инвесторы при вложении в облигации => увеличивается дисконт => падает цена облигации. При снижении процентных ставок все происходит наоборот: инвесторы готовы довольствоваться меньшей доходностью => уменьшается дисконт => растут цены на облигации.

Если предположить, что доходность нашей облигации точно соответствует уровню процентных ставок, можно увидеть, как будет меняться ее стоимость в зависимости от этого параметра.

Уровень процентных ставок	Размер дисконта	Стоимость облигации
25,0%	20,0%	80,0%
10,0%	9,2%	90,8%
50,0%	33,3%	66,6%

Поэтому для эффективного управления портфелем облигаций важно уметь точно прогнозировать будущий уровень процентных ставок.

При неизменном уровне процентных ставок с течением времени стоимость облигации будет плавно приближаться к номинальной стоимости. В идеальном случае график текущих цен будет выглядеть как почти прямая линия или, точнее, слегка выпуклая вверх дуга. В случае нашей облигации, если процентные ставки будут сохраняться на уровне 25%, ее стоимость через полгода будет составлять примерно 89% от номинала, а дисконт 11%.

Уровень процентных ставок	Размер дисконта	Стоимость облигации
25,0%	11,0%	89,0%
10,0%	4,7%	95,3%
50,0%	20,0%	80,0%

Формула для расчета **доходности облигации к погашению** выглядит так:

$$\text{Доходность к погашению} = \frac{\text{Дисконт}}{\text{Текущая стоимость}} * \frac{365}{\text{Число дней до погашения}} * 100\% .$$

Но если общий уровень процентных ставок будет падать, цена на облигацию будет расти быстрее. И наоборот, при росте процентных ставок цена на облигацию будет расти медленнее или (при значительном росте) может даже временно снизиться. В приведенной выше таблице показано, какой будет цена нашей облигации через полгода при разном уровне процентных ставок. Мы видим, что если уровень процентных ставок вырастет до 50% годовых, цена нашей облигации останется на том же уровне, что и полгода назад, то есть не принесет владельцу за это время никакой выгоды. Но в случае снижения процентных ставок владелец облигации получит за эти полгода гораздо большую доходность, чем изначально рассчитывал. Допустим для простоты, что номинальная стоимость облигации 100 руб. Вложив 80 руб., владелец облигации получит за полгода 15,3 руб., что означает доходность облигации 38,25% годовых вместо ожидаемых 25%.

Формула для расчета **доходности облигации от владения** выглядит так:

$$\text{Доходность от владения} = \frac{\text{Прирост}}{\text{Стоимость приобретения}} * \frac{365}{\text{Число дней владения}} * 100\% .$$

Цена облигаций с разным сроком до погашения при изменении уровня процентных ставок будет меняться по-разному. Цена облигаций с большим сроком до погашения более чувствительна к изменению уровня процентных ставок.

Отсюда вытекает простое правило: при ожидаемом снижении уровня процентных ставок более выгодно покупать «длинные» облигации с большим сроком до погашения. При ожидании роста процентных ставок лучше покупать «короткие» облигации.

УК Арсагера постоянно анализирует уровень процентных ставок и рассчитывает вектор процентных ставок для государственных, корпоративных и муниципальных облигаций. Этот показатель характеризует наши ожидания по изменению процентных ставок в ближайший год. Положительный вектор процентных ставок означает ожидание роста общего уровня процентных ставок и снижение цен на облигации. По нашему мнению, при положительном векторе процентных ставок целесообразно покупать «короткие» облигации. При отрицательном, наоборот, «длинные».

Значение вектора по модулю характеризует силу изменения уровня процентных ставок по облигациям в течение ближайшего года. Например, вектор процентных ставок +20% означает, что мы ожидаем роста процентных

ставок по облигациям на 20%. При текущем уровне процентных ставок, скажем 10%, это будет означать, что мы ожидаем их роста до 12%.

Формирование портфеля облигаций

Теперь, когда мы объяснили механизм формирования цены и управления доходностью, скажем несколько слов о формировании портфеля и сравнении облигаций между собой. Все облигации, которые обращаются на рынке, разные. Мы делим все множество облигаций на однородные по мере риска группы, используя систему ранжирования Arsagera Asset Certification. При ранжировании учитываются такие показатели, как ликвидность и кредитное качество. Первая и вторая группы – это наиболее надежные и ликвидные облигации, третья и четвертая – второй эшелон, пятая и шестая – высокорисковые облигации. Каждый инвестор формирует портфель с учетом собственного аппетита и отношения к риску.

УК Арсагера в рамках каждой группы, так же как и при управлении портфелем акций, строит хит-парад облигаций по потенциальной доходности. Для каждой облигации рассчитывается потенциальная доходность с учетом текущей стоимости, будущей стоимости (прогнозируемой с учетом наших ожиданий по изменению уровня процентных ставок), промежуточных выплат и оферт (обязательств эмитента по досрочному погашению).

В рамках инвестиционной декларации устанавливаются лимиты на каждую группу облигаций и на одного эмитента в каждой группе. Таким образом, устанавливаются требования к диверсификации. Задача компании – сформировать и поддерживать в портфеле набор облигаций, имеющих максимальную потенциальную доходность, а также изменять структуру портфеля при изменении уровня процентных ставок.

Выводы

- При ожидаемом снижении уровня процентных ставок более выгодно покупать «длинные» облигации, а при ожидании роста – «короткие».
- Необходимо выбрать меру риска для портфеля облигаций, которая соответствует вашему аппетиту к риску. При выполнении данной задачи вы можете использовать систему ранжирования Arsagera Asset Certification.

Два этих ↑ простых совета помогут вам самостоятельно сформировать портфель облигаций и эффективно им управлять.

- Для повышения эффективности управления портфелем необходимо сравнивать облигации между собой в рамках каждой группы, а также рассчитывать и постоянно отслеживать их потенциальную доходность. Это трудоемкий процесс, который мы можем выполнить для вас в рамках управления портфелем облигаций.

9.8. Как инвестировать в акции, используя потенциальную доходность?

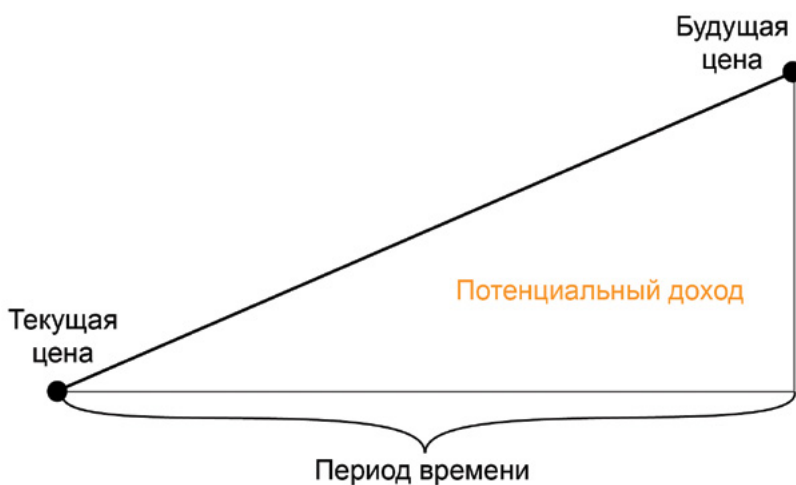
Когда вы приходите в банк положить деньги на депозит, вы смотрите на доходность, которую установил банк и которую вы получите в будущем. Вас не интересует, какие проценты получили люди, которые принесли в банк деньги год назад. И это абсолютно здравый и правильный подход к размещению денег на депозите.

Когда речь идет о покупке акций, людям кажется, что информация о том, сколько принесло владение той или иной акцией тем, кто купил ее год (месяц, неделю, день) назад, влияет на то, сколько владение этой акцией принесет им. На похожей идее основывается технический анализ, главный постулат которого – вся информация о будущих ценах содержится в графике, отражающем прошлые изменения цен.

Однако к покупке акций можно подходить так же как к банковскому депозиту – покупать те акции, которые обладают более высокой доходностью. Но на акциях не написана их будущая доходность, поэтому мы называем этот показатель «потенциальная доходность». Такое название отражает вероятностный характер получения доходности.

Расчет потенциальной доходности акций

Как узнать потенциальную доходность от инвестирования в акции? Расчет очень простой: есть текущая цена, есть период времени (например, год) и есть будущая цена (через год). Разница между будущей и текущей ценой и отражает потенциальный результат за период. Самый сложный и трудоемкий процесс – это сделать прогноз будущих цен акций. Мы рассчитываем будущие цены исходя из фундаментальных показателей деятельности бизнеса (прибыли, выручки, балансовой стоимости и пр.).



После того, как сделаны все расчеты, мы получаем потенциальную доходность по всем акциям и можем отсортировать полученный список исходя из размера потенциальной доходности каждой из акций. У нас получится своеобразный хит-парад акций.

Как управлять портфелем акций, используя хит-парад?

При управлении портфелем мы ставим перед собой задачу обеспечивать максимальную потенциальную доходность портфеля при заданном клиентом уровне риска.

Если у клиента четко сформированы его инвестиционные приоритеты, то при передаче средств в управление он составляет инвестиционную декларацию, в которой задает определенный уровень риска портфеля. Если у инвестора нет индивидуальных требований к инвестиционной декларации, то он может «присоединиться» к портфелю инвестиционного фонда, в котором существует своя, общая для всех инвесторов декларация (регламент управляющего трейдера).

В инвестиционной декларации устанавливаются требования и ограничения к составу и структуре портфеля. В частности, она позволяет установить соотношение акций и облигаций в портфеле, лимиты на каждую группу ценных бумаг, лимиты на одного эмитента в каждой группе.

Обозначение категории ценных бумаг	Обозначение группы ценных бумаг	Ограничение на максимальную долю ценных бумаг одного эмитента данной группы, % от стоимости портфеля	Ограничение на максимальную долю ценных бумаг данной группы/ суммарной доли ценных бумаг данной группы, % от стоимости портфеля	Ограничение на максимальную долю ценных бумаг данной категории, % от стоимости портфеля
1	2	3	4	5
ГЦБ субъектов Федерации и муниципальные облигации + Корпоративные облигации	5.1+2.1	20	100	100
	5.2+2.2	15	80	
	5.3+2.3	10	60	
	5.4+2.4	5	35	
	5.5+2.5	5	15	
	5.6+2.6	0	0	
Акции	6.1	5	50	50
	6.2	5	50	
	6.3	5	40	
	6.4	5	25	
	6.5	0	0	

В инвестиционной декларации, которую мы используем для примера, установлен лимит на долю акций в портфеле в 50%. Это означает, что когда рынок акций растет и доля акций в портфеле увеличивается, соблюдение выбранного соотношения акций и облигаций приводит к необходимости продать небольшую часть акций. При снижении рынка акций, наоборот, увеличивается доля облигаций. Тогда продается часть облигаций и приобретаются акции. Это, как правило, позволяет продавать некоторую часть акций по более высоким ценам и покупать по более низким. В то же время строго соблюдается мера риска, установленная клиентом в инвестиционной декларации.

Перейдем теперь на уровень отдельных акций. В нашем примере лимит на группу 6.4 составляет 25%, а лимит на одну акцию в этой группе – 5% (3-й и 4-й

столбцы в таблице). Это означает, что соблюдая установленные клиентом требования к диверсификации и максимизируя потенциальную доходность, в портфель будут приобретены 5 акций (25%/5%) с вершины хит-парада.

Однако цены акций, входящих в портфель, меняются неравномерно. Какие-то акции растут быстрее, увеличивается их доля в портфеле, но при этом снижается их потенциальная доходность. Другие акции, входящие в портфель, растут медленнее или даже падают (что приводит к росту потенциальной доходности). Для соблюдения установленных лимитов (долей в портфеле) часть выросших акций продается для того, чтобы соблюдать требование декларации. На вырученные деньги приобретаются те бумаги, доля которых снизилась. Если в последующем цена выросших акций снижается, – снижается их доля в портфеле и восстанавливается потенциальная доходность. Необходимое количество акций для восстановления доли вновь приобретается в портфель, для этого из портфеля продаются бумаги с наименьшей потенциальной доходностью. Это позволяет дополнительно повышать эффективность портфеля при резких колебаниях стоимости акций, находящихся в портфеле. Процесс восстановления доли актива в портфеле называется ребалансировкой.

Обратите внимание, что продается не весь пакет данных акций, а только корректируется их доля в портфеле. Определенная акция продается из портфеля полностью только в том случае, если в хит-параде появляются другие, более потенциально доходные.

Похожие эффекты возникают и при соблюдении лимитов на группы (4-й столбик в таблице), но здесь нужно пояснение. В нашем примере лимит на группу 6.4 – 25%, а следующий лимит (40%) устанавливается суммарно на группы 6.3 и 6.4. Это выражено в таблице объединяющим «уголком». В портфель может быть приобретено 8 (40%/5%) эмитентов из групп 6.3 и 6.4 с максимальной потенциальной доходностью, но не более 5 (25%/5%) из группы 6.4.

Легендарный инвестор Уоррен Баффет сказал: «Лучшее время для продажи акций – никогда». Мы полагаем, что он имел в виду акции как класс активов, а не акции конкретного эмитента, поэтому можно развить эту мысль так: «лучшее время для продажи акций – когда найдены другие, более потенциально доходные». Мы используем именно такой подход.

Вывод

- При управлении портфелем акций надо следить за изменением хит-парада, продавать акции, которые ушли с лидирующих позиций, и покупать новых лидеров. То есть держать в портфеле набор акций с максимальной потенциальной доходностью и соблюдать диверсификацию, которая установлена инвестиционной декларацией. При этом соблюдается важное правило – вы всегда владеете акциями.

9.9. Как рассчитать доходность?

На первый взгляд, дать ответ на этот вопрос несложно. Многие знают: чтобы посчитать доходность, необходимо результат инвестиций разделить на сумму вложенных средств и перевести полученное значение в годовые проценты.

Формула расчета доходности (в годовых процентах), если не происходило вводов/выводов:

$$D = \frac{\Delta S}{S_{\text{нач}}} * \frac{365}{T} * 100\%,$$

где D – искомая доходность;

ΔS – результат инвестирования;

$S_{\text{нач}}$ – сумма первоначальных инвестиций;

T – количество дней в рассматриваемом периоде.

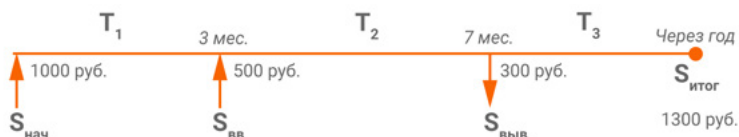
Но задача расчета доходности многократно усложняется в случае, если в течение рассматриваемого периода осуществлялись вводы или выводы средств в инвестиционном портфеле. В таком виде она вызывает затруднения даже у опытных специалистов в области инвестиций. Мы предлагаем свое решение этой задачи.

Начнем с определения того, что же такое вводы и выводы денежных средств. Ввод денежных средств – это направление денег на инвестиции. К примеру, вы приобрели инвестиционные паи фонда или внесли деньги на брокерский счет – все это является вводом средств. Изъятие инвестиционных средств является выводом средств, то есть в наших примерах выводы возникают при погашении инвестиционных паев или выводе денег с брокерского счета.

Зная, что же такое вводы/выводы средств, рассмотрим конкретную ситуацию, которая поможет понять логику решения задачи по корректному определению доходности с учетом вводов/выводов средств.

1. Некий инвестор приобрел акций на сумму в 1 000 руб. ($S_{\text{нач}}$).
2. Через 3 месяца он купил еще акций на 500 руб. ($S_{\text{вв}}$).
3. Еще через 4 месяца инвестору срочно понадобились деньги, и он был вынужден продать часть акций на сумму в 300 руб. ($S_{\text{выв}}$).
4. Через год после первоначального приобретения, стоимость акций составила 1 300 руб. ($S_{\text{итог}}$).

В виде графика данную ситуацию можно представить следующим образом:



Чтобы корректно рассчитать доходность от инвестиций, нам по-прежнему необходимо разделить результат инвестиций на сумму вложенных средств.

Остается только определить, что в рассматриваемой ситуации является результатом и какова корректная сумма вложенных средств.

Первый шаг – расчет результата инвестиций. Интуитивно понятно, что результат инвестиций – это разница между теми средствами, которые были получены, и теми, которые были вложены. То есть необходимо из суммы итоговой стоимости инвестиций и всех выводов вычесть сумму начального и последующих вводов.

Формула для определения результата инвестирования с учетом вводов/выводов:

$$\Delta S = (S_{\text{итог}} + \sum S_{\text{выв}}) - (S_{\text{нач}} + \sum S_{\text{вв}}),$$

где ΔS – результат инвестирования за период в абсолюте;

$S_{\text{итог}}$ – итоговая оценка инвестиций (1300);

$\sum S_{\text{выв}}$ – сумма всех выводов средств (300);

$S_{\text{нач}}$ – сумма первоначальных инвестиций (1000);

$\sum S_{\text{вв}}$ – сумма всех вводов средств (500).

Применим данную формулу к рассмотренной ситуации: $\Delta S = (1\,300 + 300) - (1\,000 + 500) = 100$. Таким образом, инвестор заработал 100 руб.

Второй шаг в расчете доходности является наиболее важным: необходимо корректно определить, с какой суммой соотносить рассчитанный результат инвестирования, то есть корректно определить сумму вложенных средств.

Есть любители считать сумму вложенных средств без учета денег, которые были введены на счет (брокерский), но на которые не приобретались ценные бумаги. Такой расчет может резко завысить доходность, хотя прибыль по инвестициям от этого не увеличится. Этот расчет неверен, денежная составляющая инвестиционного портфеля при расчете суммы вложенных средств должна учитываться в полном объеме. Неверно рассчитывать доходность только на часть портфеля, ведь средства, введенные на счет, отвлечены от других целей (потребления, накопления и др.) и являются инвестициями, доходность которых и необходимо узнать.

В каждый временной подпериод (T_1, T_2, T_3) сумма вложенных средств была разной: $T_1 - 1\,000$ руб., $T_2 - (1\,000 + 500)$ руб., $T_3 - (1\,000 + 500 - 300)$ руб. Кроме того, сами по себе эти временные подпериоды не равны: $T_1 - 90$ дней, $T_2 - 120$ дней, $T_3 - 155$ дней. Поэтому необходимо согласовать суммы вложенных средств с количеством дней в подпериоде, определив таким образом среднюю «рабочую» сумму (средневзвешенную по времени сумму вложенных средств) в рассматриваемом периоде.

Формула для определения средневзвешенной суммы вложенных средств с учетом вводов/выводов:

$$V = \frac{T_1 * S_{\text{нач}} + T_2 * (S_{\text{нач}} + S^1_{\text{вв}} - S^1_{\text{выв}}) + T_3 * (S_{\text{нач}} + \sum_{i=1}^2 S^i_{\text{вв}} - \sum_{i=1}^2 S^i_{\text{выв}}) + \dots + T_n * (S_{\text{нач}} + \sum_{i=1}^{n-1} S^i_{\text{вв}} - \sum_{i=1}^{n-1} S^i_{\text{выв}})}{\sum_{i=1}^n T_i},$$

где V – средневзвешенная сумма вложенных средств;

$T_1, T_2, T_3, \dots, T_n$ – количество дней в подпериоде;

$\sum T_i$ – суммарное количество дней на рассматриваемом временном отрезке.

Применим данную формулу к рассмотренной ситуации:

$$V = (90 * 1\,000 + 120 * (1\,000 + 500) + 155 * (1\,000 + 500 - 300)) / 365 = 1\,249,32$$

Средневзвешенная сумма вложенных инвестором средств – 1 249,32 руб.

Теперь известны все элементы, необходимые для непосредственного расчета доходности.

Третий шаг – расчет доходности из полученных значений. Для этого поделим рассчитанный ранее результат инвестирования на средневзвешенную сумму вложенных средств и переведем полученный результат в годовые проценты:

$$D = \frac{\Delta S}{V} * \frac{365}{T} * 100\%$$

Получается, что в рассмотренной ситуации доходность составляет:

$$(100 / 1\,249,32) * 365 / 365 * 100\% = 8\% \text{ годовых.}$$

Если вы хотите рассчитать доходность за период, который не включает в себя первоначальный ввод средств, то за Снач необходимо принять стоимость инвестиционного портфеля на ту дату, с которой вы хотите начать расчет доходности.

На более длительных сроках можно использовать формулу, учитывающую сложный процент:

$$D = \left(1 + \frac{\Delta S}{V}\right)^{\frac{365}{T}} - 1$$

Используя данные формулы, вы всегда сможете корректно оценить доходность вашего инвестиционного портфеля и при помощи полученных значений оценить эффективность ваших инвестиций.

Выводы

- Рассмотренный алгоритм не является простым, но когда дело касается расчета доходности и прибыли, главное – это точность. Он позволяет учесть все нюансы, связанные с вводами/выводами средств и получить корректный расчет доходности.
- Если вы пользуетесь услугами доверительного управления, узнайте, каким образом происходит расчет прибыли и доходности по вашему портфелю и, если он отличается от обозначенного выше алгоритма, то это повод проверить корректность применяемого алгоритма.

Необходимо внимательно относиться к расчету доходности ваших инвестиций, так как этот показатель является определяющим при проведении анализа эффективности инвестирования и, если доходность будет рассчитана неверно, то это создаст неверное представление об эффективности ваших инвестиций.

■ В рамках курса «Университет» следующим читайте материал 10.6. Что такое надежность инвестиционного продукта?

9.10. Регулярные инвестиции – возможность и необходимость

Вся жизнь – дифференциальное уравнение, и решать его приходится «на глазок»...

Людам, которым небезразлично собственное будущее, понятно, что для обеспечения приемлемого качества второй половины жизни необходимо сформировать существенный финансовый капитал.

Несложно посчитать объем сбережений на депозите, который сможет обеспечивать доход, аналогичный текущему заработку человека. В этом случае уровень жизни не снизится даже в условиях отсутствия заработной платы. В идеале проценты по вкладу должны равняться зарплате человека за аналогичный период. Безусловно, необходимо учесть влияние инфляции, а также тот факт, что на практике человек может постепенно расходовать не только проценты, но и само тело депозита, при этом предусмотреть резерв на непредвиденные расходы и возможное долголетие. Например, рассчитать капитал таким образом, чтобы к 120 годам оставалась половина от накопленного.

У большинства людей изначально нет такого размера капитала, поэтому единственно возможный способ его сформировать – это откладывать от доходов на протяжении экономически активной части жизни. Если же сравнить размер капитала, необходимый для жизни в условиях отсутствия доходов от трудовой деятельности, с ежемесячным доходом, то выяснится, что это суммы разных порядков. Кроме того, невозможно направлять на сбережение весь текущий доход. Поэтому на практике большинство людей в развитых странах придерживаются стандартной формулы: сберегать с начала трудовой деятельности и направлять на накопление 10-15% от дохода. С учетом того, что эти регулярные отчисления делаются в течение длительного срока и с самой первой суммы начинают «самоувеличиваться» (вкладываются под процент), то к окончанию трудовой деятельности формируется необходимый капитал.

Естественно, на скорость достижения необходимого размера этого капитала влияют три фактора.

1. Насколько рано человек стал делать сбережения.
2. Насколько регулярно и в каком размере осуществляется очередной взнос в капитал.
3. Под какую доходность работают уже внесенные суммы.

Норма сбережения, доходность сбережений и период накопления определяют размер последующего ежемесячного дохода и срок его расходования во второй половине жизни. Существует много вариантов настроек: хочешь раньше выйти на отдых – увеличивай норму сбережения и доходность или снижай планку своих запросов к уровню жизни, готов дольше работать – можно позволить себе уменьшить текущую норму сбережения, вкладывать с большей надежностью

под более низкий процент или повысить в последующем уровень комфорта на пенсии. Каждый сам должен определить подходящую стратегию, особенно с учетом того, что этот выбор включает в себя виды и сочетание инструментов сбережения.

Если вопрос размера и сроков сбережений находится исключительно в области компетенций конкретного человека (работника), то вопрос с доходностью, с которой работают сбережения, более сложный. Настоящих инструментов сбережений всего три: депозит (аналоги: облигации, векселя, депозитные сертификаты), недвижимость, акции.

Самым понятным, комфортным и удобным является инструмент сбережений без отрицательных номинальных колебаний – депозит. Он же достаточно хорошо подходит для регулярных и небольших по размеру вложений, в отличие от недвижимости, где невозможно доносить некрупные суммы.

Единственная причина, по которой человек должен делать сбережения в акциях, – это более высокая доходность вложений при долгосрочном и регулярном инвестировании. При этом она превышает среднюю ежегодную доходность депозитов на 3-5%, что на первый взгляд несущественно. Но именно такое превышение на длинных сроках дает в разы отличающийся результат. При этом не следует относиться к результату в акциях за какой-нибудь успешный год в 50% как к норме. Нормой является превышение доходности депозитов именно на 3-5% в год, что и получается при регулярных инвестициях в долгосрочном периоде (15-20 лет).

Еще одним важным отличием инструмента сбережений – акций (как и недвижимости) – от депозитов является то, что это инструменты реальной стоимости, то есть в случае серьезных проблем с валютой сбережений они в состоянии сохранить ценность вложений. В случае серьезной девальвации или катастрофической денежной реформы подобного результата невозможно добиться с помощью депозитов или иных долговых инструментов (облигаций и пр.), которые, по определению, имеют номинальный характер.

Если у человека есть возможность осуществлять достаточно крупные регулярные вложения и он уверен в твердости и незыблемости валюты этих инвестиций, то можно решить задачу необходимого капитала только с помощью долговых инструментов, например депозитов. Напомним плюсы депозитов: отсутствие колебаний (линейный рост), льготный налоговый режим, гарантии, удобный порядок регулярных вложений, а к минусам можно отнести более низкую доходность и номинальный характер инструмента.

Акции являются более сложным инструментом сбережения, чем депозиты, и требуют соблюдения определенной техники безопасности. Основная психологическая трудность для большинства людей – это колебания курсов акций и временные снижения их стоимости, которые могут восприниматься как потери. Интересная особенность состоит в том, что регулярность осуществления сбережений является не только единственно возможным для большинства

способом накопления необходимого капитала, но и одним из ключевых элементов техники безопасности при использовании акций как инструмента сбережений с повышенным уровнем доходности.

Никто не знает, когда удачное время для приобретения акций, а когда лучше подождать. Идеальную стратегию вложений можно определить лишь постфактум. В настоящем ощущения дешевизны/дороговизны крайне обманчивы. Хорошая новость в том, что не так страшно купить акции дорого, гораздо хуже для конечного результата – не купить акции, когда они стоят дешево. Подробнее об этом эффекте см. «Волатильность может приносить доход! Но не спекулянтам!».



Регулярность обладает дополнительным эффектом – пропадает возможность и необходимость определять самые выгодные моменты. Действительно, размер очередного платежа строго определен (10-15% от доходов в месяц) и незначителен по отношению к общей сумме, которая будет или уже проинвестирована, поэтому он не может ни сильно улучшить, ни сильно испортить итоговый результат. Таким образом, общая доходность проинвестированного капитала стремится к средней доходности этого класса активов.

Возникает синергетический эффект регулярных инвестиций в акции: большинство не может вложить большой капитал сразу, так как это делается, как правило, из регулярного источника дохода (зарплаты), но именно такой вынужденный способ и обеспечивает необходимый результат от инвестиций в акции, усредняя и статистически предопределяя более высокую доходность вложений по сравнению с депозитами.

Чтобы снизить зависимость от колебаний цен акций (особенно в пенсионном возрасте) рекомендуется сочетать их с депозитами – это второе правило техники безопасности при вложении в акции.

Чем раньше начнешь сберегать, тем проще решить задачу финансового благополучия, особенно с учетом того, что доля акций как инструмента с наибольшей доходностью в молодости должна быть максимальной. Конечно, очень трудно отказаться от потребления в точке «настоящее» и отдать эти

деньги себе, но в периоде «будущее». Многие делают сбережения разово или от случая к случаю, а иногда без особой необходимости «залезают» в накопления. Всем понятно, что если не ходить каждый день на работу, то скоро будет нечего кушать. Но почему-то большинство людей думает, что инвестиции можно сделать один раз, и благополучное будущее обеспечено. Это равносильно мнению, что одно посещение спортзала обеспечит здоровьем организм на всю последующую жизнь. Сбережения должны быть такими же регулярными, как и ваша трудовая деятельность или занятия спортом! Помните, все, что вы сможете направить на инвестиции в течение каждого года трудоспособного возраста, будет обеспечивать вам тот же уровень жизни на пенсии примерно в течение одного года.

Информация о том, какая доходность получается у регулярных долгосрочных инвестиций, и сравнение результатов с доходностью депозитов содержится в квартальных отчетах в разделе «Сравнение с результатами вложения в депозиты и индексный фонд на разных временных интервалах». Подробнее о составе отчетности в главе «Какая отчетность должна быть у каждого инвестора?»

Выводы

- Единственный способ для большинства честных людей накопить необходимый капитал для финансового благополучия – это регулярные инвестиции, источником которых являются доходы в период активной трудовой деятельности.
- Размер накопленного капитала зависит от доходности, под которую вкладываются средства, размера вложений и периода инвестирования.
- Рекомендуются направлять на сбережения 10-15% от своих текущих доходов. Такое сокращение текущего потребления по силам большинству населения.
- Наиболее удобным инструментом сбережения является депозит; акции не такой комфортный инструмент, но самый доходный. Разумный выбор – сочетание различных инструментов сбережения.
- Невозможно добиться существенного размера финансового капитала, сделав вложения пару раз.
- Не стоит ждать чуда от вложений в акции, как никто не ждет чуда от вложений на депозит. Очевидно, что ставка по депозиту не повысится «вдруг» до 100%. Незначительное превосходство среднестатистической годовой доходности диверсифицированного портфеля акций над доходностью депозита приведет к весьма существенной разнице на длинных сроках.
- Синергетический эффект регулярности вложений состоит в том, что именно РЕГУЛЯРНОСТЬ повышает статистическую предопределенность результата при вложениях в акции – превышение над доходностью депозита составит 3-5% годовых. Иначе говоря, у большинства просто и нет другого варианта, как осуществлять инвестиции регулярно, и именно такой способ осуществления сбережений может обеспечить необходимую доходность в акциях.

Глава 10. ПИФ: инвестируем коллективно

10.1. Что такое паевой инвестиционный фонд (ПИФ)

Паевой инвестиционный фонд (ПИФ) представляет собой обособленный имущественный комплекс без образования юридического лица, основанный на доверительном управлении имуществом специализированной управляющей компанией. Цель ПИФ – получение дохода при инвестировании имущества фонда. ПИФ формируется, как правило, из денежных средств инвесторов, то есть пайщиков, каждому из которых принадлежит определенное количество паев.



Присоединиться к договору доверительного управления паевым инвестиционным фондом (ПИФ) можно с помощью приобретения инвестиционных паев паевого инвестиционного фонда, которые выдаются управляющей компанией, осуществляющей доверительное управление этим паевым инвестиционным фондом.

Все про ПИФ: инвестиционный пай

Инвестиционный пай представляет собой именную ценную бумагу, которая удостоверяет долю владельца в праве собственности на имущество, которое составляет паевой инвестиционный фонд. Кроме того, владелец имеет

право требовать от управляющей компании надлежащего доверительного управления паевым инвестиционным фондом и право получить денежную компенсацию при прекращении договора доверительного управления ПИФом.

Инвестиционный пай **открытого** паевого инвестиционного фонда удостоверяет право владельца этого пая требовать от управляющей компании погашения инвестиционного пая и выплаты денежной компенсации в любой рабочий день.

Инвестиционный пай **интервального** паевого инвестиционного фонда удостоверяет право владельца этого пая требовать от управляющей компании погашения инвестиционного пая и выплаты денежной компенсации не реже одного раза в год в течение срока, определенного правилами доверительного управления этим фондом.

Инвестиционный пай **закрытого** паевого инвестиционного фонда удостоверяет право владельца этого пая требовать от управляющей компании погашения инвестиционного пая и выплаты денежной компенсации в случаях, предусмотренных Федеральным законом «Об инвестиционных фондах», право участвовать в общем собрании владельцев инвестиционных паев и, если правилами этого фонда предусмотрена выплата дохода от доверительного управления имуществом, то право на получение такого дохода.

Все про ПИФ: достоинства паевых инвестиционных фондов

- Сумма инвестиций в ПИФы может начинаться от 1-3 тыс. руб.
- Паевые инвестиционные фонды позволяют обеспечивать диверсификацию инвестиционных рисков даже для минимальных инвестиций.
- В ПИФах отсутствует налогообложение дивидендов и прибыли текущих операций, налоги уплачиваются только инвестором и лишь при погашении (продаже) пая.
- ПИФы имеют прозрачную инфраструктуру, кроме того, имущество пайщиков отделено от имущества управляющей компании, учет и хранение этого имущества осуществляет специализированный депозитарий.
- Государство контролирует деятельность паевых инвестиционных фондов.

10.2. Какие бывают ПИФы

По возможности приобретения и погашения паев по расчетной стоимости ПИФы делятся на биржевые, открытые, интервальные и закрытые.

Открытые ПИФы

Подать заявку на приобретение или погашение паев открытого фонда можно в любой рабочий день. Отсюда возникают и требования к ликвидности активов фонда, чтобы при приобретении или погашении большого количества паев были максимально защищены интересы пайщиков: как тех, кто приобретает или погашает паи, так и остальных. Законодательство требует, чтобы определенную долю активов составляли высоколиквидные ценные бумаги или денежные средства (в зависимости от статистики нетто-оттоков из фонда, но не менее 5%).

Интервальные ПИФы

Подать заявку на приобретение или погашение паев интервального фонда можно в определенные интервалы времени, установленные правилами фонда (обычно в течение двух недель раз в квартал или раз в полгода).

В данном типе фондов законодательство не устанавливает требований к наличию высоколиквидных активов.

В последние 10 лет количество розничных интервальных фондов постоянно сокращалось. К началу 2020 г. их осталось всего 10.

Примером интервального фонда, инвестирующего в акции иностранных компаний, является фонд «Арсгера – акции Мира». Интервальный тип данного фонда позволяет значительно снизить издержки, которые возникают при переводах денег, конвертации валют и приобретении активов. При частых операциях (как в открытых фондах) это может оказать негативное влияние на результаты фонда и всех пайщиков. Интервальный тип фонда позволяет снизить этот негативный эффект до минимума. При этом ликвидность самих активов в фонде находится на высоком уровне. Мы считаем возможность для «входа» и «выхода» раз в три месяца вполне приемлемой для инвестиций в такой инструмент, как акции.

Закрытые ПИФы

Паи закрытого фонда приобретаются при создании фонда, а погашаются при прекращении его деятельности (срок деятельности закрытого фонда от 3 до 15 лет). Паи закрытого фонда можно также приобретать по расчетной стоимости в период дополнительных размещений. У пайщика может появиться возможность досрочного погашения паев, если в правила закрытого фонда вносятся изменения, требующие проведения общего собрания пайщиков, а он голосовал против таких изменений.

Закрытые фонды имеют самые широкие возможности с точки зрения выбора активов, так как для них неактуальна возможность неожиданного досрочного погашения паев. В отличие от открытых и интервальных фондов, закрытые фонды могут инвестировать в недвижимость.

Биржевое обращение паев ПИФов

Пай является ценной бумагой, поэтому, если он допущен к биржевому обращению, то может продаваться и покупаться на бирже наравне с акциями и облигациями. Биржевое обращение является вторичным рынком, то есть одни участники торгов покупают паи у других. Поэтому биржевая цена пая формируется на основе спроса и предложения и может отличаться от расчетной стоимости (которая рассчитывается исходя из стоимости чистых активов фонда и количества выданных паев).

Обычно биржевая цена ниже расчетной стоимости пая. Этот дисконт является платой за возможность досрочного выхода из инвестиций для закрытых или интервальных фондов.

Существует смысл и в биржевом обращении открытых фондов. Это дает возможность покупать и продавать паи, не только обратившись в управляющую компанию или к агентам фонда, но и через любую брокерскую компанию или банк, имеющий брокерскую лицензию. Это существенно повышает удобство по совершению операций с паями, позволяет приобретать паи на индивидуальные инвестиционные счета (ИИС), может обеспечивать благоприятные налоговые последствия (например, перенос уплаты НДФЛ на более поздний срок).

В 2013 г. были приняты изменения в законодательство, которые ввели понятие биржевых фондов (БПИФ). Продавать и покупать паи таких фондов можно только на бирже через брокера. Для этого необходимо заключить брокерский договор. У пайщиков таких фондов появляется право требовать в любой рабочий день выкупа своих паев на бирже у лиц, перечисленных в правилах фонда (аналог маркет-мейкеров).

На наш взгляд, более целесообразно развивать биржевое обращение именно открытых фондов. На уровне законодательства и нормативных документов для этого нет ограничений. Биржа и расчетный депозитарий обеспечили возможность приобретения и погашения паев открытых фондов через систему НРДирект. Мы полагаем, что брокеры не уделяют должного внимания этому направлению, возможно, в силу некомпетентности сотрудников или отсутствия мотивации для развития. Отметим, что в развитых странах биржевое обращение фондов очень популярно. Фонды, которые обращаются на бирже, называются ETF (exchange traded funds). На их долю приходится более половины всех активов, находящихся в инвестиционных фондах.

Деление фондов по классам активов

До декабря 2016 г. законодательство предусматривало деление фондов по классам активов. Были установлены следующие категории фондов: акций,

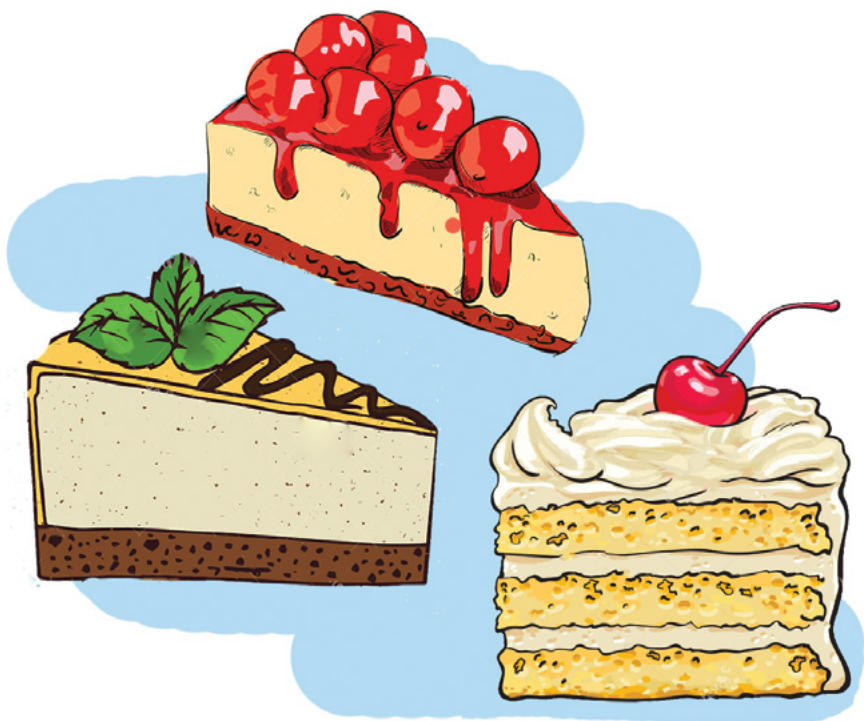
облигаций, смешанных инвестиций, денежного рынка, товарного рынка, фонды фондов и другие. Изменения в законодательство, принятые в декабре 2016 г., ввели разделение по классам активов для розничных инвесторов на фонды недвижимости и фонды рыночных финансовых инструментов.

В состав активов фондов рыночных финансовых инструментов могут входить:

- денежные средства, депозиты и т. п.;
- ценные бумаги, допущенные к биржевому обращению, в том числе акции, облигации, производные финансовые инструменты, депозитарные расписки и т. д.;
- ОФЗ, в том числе и не допущенные к биржевому обращению.

Поэтому перед приобретением паев того или иного фонда рекомендуем очень внимательно изучать инвестиционную декларацию фонда, в которой перечислено, какие активы могут приобретаться управляющим.

Тем не менее, в названии многих фондов остались упоминания о классе активов. С начала 2020 г. стандарты Национальной ассоциации участников фондового рынка (НАУФОР) устанавливают требования к структуре активов фонда, если в названии фонда есть указания на конкретные активы.



Требования стандартов НАУФОР к названию

Если в названии фонда указаны конкретные активы, то в правилах доверительного управления фонда эти активы должны быть указаны как основное направление для осуществления инвестиций. Инвестиционной декларацией такого фонда должно быть предусмотрено, что не менее 80% от общей стоимости активов будет приходиться на стоимость этих активов.

Часто в названии фонда можно увидеть слово «акции» или «облигации».

ПИФы акций

В нашей продуктовой линейке примером такого фонда является «Арсагера – фонд акций». При управлении фондом мы отказываемся от попыток играть на колебаниях цен акций, использования «технического анализа» и инструментов срочного рынка. Мы сознательно отказываемся от вложения в облигации, несмотря на то, что стандарты НАУФОР разрешают приобретать облигации в рамках инвестиционного фонда акций. Средства фонда вложены только в акции (принцип полного инвестирования). Доля денежных средств, как правило, незначительна и носит технический характер.

ПИФы облигаций

Некоторые управляющие активно используют возможность вложения в облигации, номинированные в иностранной валюте. При благоприятном изменении курса это может дать дополнительную рублевую доходность, а при неблагоприятном – даже принести убыток. Иногда управляющие приобретают акции в попытке показать привлекательный результат. Но с другой стороны, доля акций автоматически создает риски, присущие этому инструменту.

Еще один способ повысить результат – это покупка «мусорных» облигаций. Прежде чем выбирать фонд облигаций, ответьте себе на вопрос, какая мера риска вас устраивает и какую долю акций и «мусорных» облигаций вы готовы там увидеть, а потом посмотрите состав активов фонда, который выбираете.

В нашей продуктовой линейке примером фонда облигаций является «Арсагера – фонд облигаций КР 1.55». В рамках нашего фонда облигаций доля акций сведена к нулю. Фонд стремится приобретать ликвидные облигации российских эмитентов с достаточно высоким кредитным качеством.

ПИФы смешанных инвестиций

Как правило, это фонды, в названии которых отсутствует ссылка на конкретный актив. Фонды смешанных инвестиций очень удобно использовать для активных спекуляций. По воле управляющего такой фонд может превращаться из «фонда акций» в «фонд облигаций» и наоборот. Прежде чем выбрать фонд смешанных инвестиций, разузнайте больше о стратегии его управления и определитесь, что вам нужно: сбалансированный портфель с понятной мерой риска и стабильным соотношением акций и облигаций или попытки управляющего спекулировать. Практика показывает, что на

интервале 5 лет 80% участников фондового рынка проигрывают индексу. В нашей продуктовой линейке примером фонда смешанных инвестиций является «Арсатера – фонд смешанных инвестиций». Базовое соотношение акций и облигаций в нашем фонде – 50:50. В зависимости от соотношения потенциальной доходности это соотношение может меняться, но пограничным значением мы считаем 40:60. Это означает, что вне зависимости от ситуации на рынке мы будем стремиться к тому, чтобы доля акций в фонде не превышала 60% и не была меньше 40%. То же самое можно сказать про облигации.

Индексные ПИФы

Состав активов в таком фонде должен максимально соответствовать составу ценных бумаг в индексе, являющемся ориентиром для этого ПИФа.

В развитых странах индексные фонды очень популярны, на них приходится более половины всех фондов акций. Это происходит в силу очень низких расходов на управление – десятые, а иногда сотые доли процента от стоимости чистых активов (СЧА), в то время как в обычных фондах расходы составляют 1% и более. В России, к сожалению, стоимость управления в индексных фондах крайне высока – на уровне 1% от СЧА, но, тем не менее, ниже, чем в обычных фондах – 3-5% от СЧА.

Популярность индексных фондов высока еще и потому, что на интервале 5 лет и более около 80% участников рынка проигрывают индексу. Более подробно о философии индексного инвестирования и критериях выбора читайте в нашем материале «Индексный фонд. Выбор и смысл».

Фонды, которые покупают паи других фондов

Многие управляющие компании пользуются низкой информированностью своих клиентов и предлагают с помощью таких фондов инвестировать в нефть, драгоценные металлы, иностранные акции и иностранную недвижимость. Эти фонды покупают соответствующие иностранные ETF и транслируют таким образом их доходность, при этом добавляя к ним свою, далеко не маленькую, комиссию – около 2-3% от СЧА. Очевидно, что инвесторы при этом несут двойные издержки. Люди, заинтересованные в таких инвестициях, могли бы приобрести эти ETF самостоятельно через брокерские компании или банки и не платить такие существенные комиссии. Для этого достаточно посмотреть, какие ETF покупает выбранный фонд и заключить договор с брокером, имеющим доступ к торговле данными инструментами.

Вышеперечисленные фонды могут быть открытыми, интервальными и закрытыми.

Среди закрытых и интервальных фондов выделяют фонды для квалифицированных и неквалифицированных инвесторов.

ПИФы для квалифицированных и неквалифицированных инвесторов

По российскому законодательству физические лица могут быть признаны квалифицированными инвесторами при соответствии любому из указанных требований:

- владение ценными бумагами или иными финансовыми инструментами на сумму не менее 6 млн руб.;
- наличие опыта работы в финансовых организациях, совершавших операции с ценными бумагами, не менее двух лет для организаций, являющихся квалифицированными инвесторами, и не менее 3 лет в иных случаях;
- ежеквартальное проведение не менее 10 сделок с ценными бумагами или иными инструментами в течение 4 кварталов общей стоимостью не менее 6 млн руб.;
- размер имущества, принадлежащего физическому лицу, должен составлять не менее 6 млн руб. (состав имущества и порядок расчета стоимости устанавливаются нормативными актами Банка России);
- наличие соответствующего образования или квалификационных аттестатов (перечень установлен нормативными документами Банка России).

Фонды для квалифицированных инвесторов не могут раскрывать данные о результатах своей деятельности и рекламировать свои услуги неограниченному кругу лиц. Паи фондов для квалифицированных инвесторов также не могут свободно обращаться на бирже.

Фонды недвижимости

Фонды недвижимости для неквалифицированных инвесторов могут действовать только как закрытые и инвестировать в готовую недвижимость, предназначенную для сдачи в аренду, и земельные участки, на которых она расположена, имущественные права из договоров участия в долевом строительстве жилых домов, права аренды, производные финансовые инструменты, а также в депозиты.

Фонды недвижимости для квалифицированных инвесторов дополнительно могут инвестировать в строительные проекты.

По факту большинство фондов недвижимости, действующих на данный момент, не являются инвестиционными продуктами для широкого круга инвесторов, так как представляют собой упаковку для бизнес-проектов в сфере недвижимости. Иначе говоря, позволяют владельцам недвижимости оптимизировать налогообложение и некоторые вопросы владения.

В развитых странах фонды недвижимости (Real Estate Investment Trust – REIT) очень популярны среди массовых инвесторов и занимают достойное место среди фондов других категорий и даже входят в расчет основных индексов. Например, в индекс S&P500 включено более 30 REIT.

Хедж-фонды

Википедия приводит следующее определение: хедж-фонд (от англ. hedge – преграда, защита, страховка, гарантия) – инвестиционный фонд, ориентированный на максимизацию доходности при заданном риске или минимизацию рисков для заданной доходности. Представляет собой пул активов инвесторов, управляющийся профессионалами в интересах инвесторов. Используют сложные торговые стратегии, которые часто включают кредитное «плечо», короткие продажи и деривативы.

В России наиболее близким аналогом может быть комбинированный закрытый фонд для квалифицированных инвесторов с возможностью приобретения максимально широкого спектра активов.

Выводы

- Наиболее доступными для массового инвестора в России, и, как следствие, наиболее популярными являются фонды рыночных финансовых инструментов, ориентированные на вложения в акции, облигации и комбинацию этих активов (смешанные инвестиции).
- Индексные фонды пока не получили в России такого широкого распространения как в развитых странах в силу низкой инвестиционной грамотности населения, высоких комиссий и слабого развития фондового рынка, но динамично развиваются в последние несколько лет.
- Фонды недвижимости, как массовый инвестиционный продукт, также не получили широкого распространения в России, несмотря на высокую популярность вложений в недвижимость у населения.

10.3. Какие налоги платит ПИФ? Как получать регулярный доход пайщику?

Какие налоги платит ПИФ, а какие пайщик (физическое лицо, резидент)?

Сравнение с прямым владением ценными бумагами.

Виды дохода	Самостоятельное владение или ИДУ	ПИФ
Купонный доход по облигациям	По государственным и муниципальным облигациям налог не уплачивается. По корпоративным облигациям: 1) выпущенным до 01.01.2017 – 13%; 2) выпущенным после 01.01.2017 – налог не уплачивается (если размер купона превышает значение «ключевая ставка + 5% пунктов», то с этого превышения уплачивается налог по ставке 35%)	ПИФ, как получатель всех этих доходов, налог не платит Данные виды доходов приводят к увеличению стоимости пая
Доход по завершённым сделкам с акциями и облигациями	13% по итогам года или ранее при возврате средств с брокерского счета или счета ДУ	Налог уплачивает пайщик в момент погашения паев по ставке 13% с положительной разницы между ценой приобретения и погашения (продажи) паев по методу FIFO (если делалось несколько приобретений, то первыми погашаются паи, приобретенные ранее)
Дивиденды*	13% в момент выплаты дивидендов на брокерский счет. При ДУ – по итогам года или ранее при возврате средств	
Положительная переоценка стоимости акций и облигаций	Налог не рассчитывается и не уплачивается до момента продажи ценных бумаг	Переоценка учитывается в стоимости пая

* После фиксации реестра акционеров для выплаты дивидендов в состав имущества фонда включается дебиторская задолженность, равная произведению количества акций в фонде на дату фиксации, умноженного на размер дивиденда.

Пайщики получают дополнительный положительный эффект за счет отсрочки по уплате налогов: доходы по ценным бумагам (дивиденды, купонный доход и доходы по завершённым сделкам) не уменьшаются на размер налогов, а остаются в полном объеме в составе имущества фонда и продолжают «работать» до момента реализации паев. Это может существенно улучшить общий результат инвестирования на длительных временных интервалах по сравнению с самостоятельными операциями (где налог по данным видам дохода уплачивается минимум один раз в год).

С 2014 г. для физических лиц введён **инвестиционный налоговый вычет** при уплате НДФЛ в случае приобретения и владения ценными бумагами в течение 3-х лет и более, что увеличивает привлекательность долгосрочного инвестирования в паи, акции и облигации. Однако при самостоятельном владении акциями и облигациями для получения этой налоговой льготы владелец не должен продавать эти активы в течение 3-х лет. При владении паями открытых фондов (или паями, обращающимися на бирже), чтобы получить налоговую льготу, также необходимо владеть ими более 3-х лет. При этом в рамках фонда, паями которого владеет пайщик, сделки с акциями и облигациями проводятся в обычном порядке (когда это целесообразно с экономической точки зрения) и не облагаются налогом.

При обмене инвестиционных паев финансовый результат в целях налогообложения не определяется до момента погашения инвестиционных паев, полученных по итогам обмена. Для расчета налога при погашении таких инвестиционных паев учитываются расходы, которые произвел налогоплательщик при первоначальном приобретении (до проведения операции по обмену). Расчет срока для предоставления налогового вычета в этом случае начинается с даты совершения операции обмена (период владения инвестиционными паями до операции обмена при расчете налогового вычета не учитывается).

Еще одно налоговое различие между владением паями и прямым владением акциями и облигациями состоит в том, что во втором случае налоги рассчитываются только по завершённым сделкам, а переоценка по приобретенным бумагам не учитывается. Например, возможна ситуация, когда по проданным активам получена прибыль, а по приобретенным, но еще не проданным, есть отрицательная переоценка стоимости. В этом случае размер налоговой базы не будет уменьшен на размер этой переоценки. В рамках паевого фонда расчет стоимости пая проводится на основе текущей рыночной стоимости активов, поэтому стоимость пая учитывает как положительную, так и отрицательную переоценку стоимости всех активов фонда. Это не приводит к искажению налоговой базы и завышению доходов инвестора.

Платят ли дивиденды ПИФы, или как получать регулярный доход пайщику?

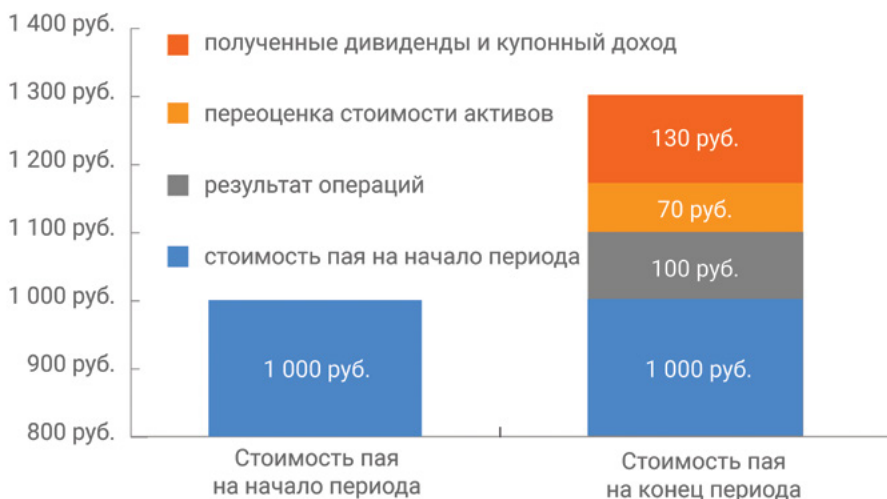
Согласно российскому законодательству, в открытых и интервальных фондах выплата промежуточного дохода не предусмотрена.

Пайщикам, заинтересованным в регулярном получении дохода (по аналогии с процентами по депозиту или дивидендами по акциям), мы можем порекомендовать периодически проводить частичное погашение паев на ту сумму, которую вы хотели бы получать с определенной периодичностью.

Однако существует распространенный психологический стереотип, связанный с тем, что люди не любят осуществлять частичное погашение для получения регулярного дохода. Это воспринимается как «проедание»

вложения, при том что выплата дивидендов или процентов по депозиту не воспринимается как уменьшение сделанных вложений. Тем не менее, при выплате дивидендов, как правило, происходит снижение цены акции на сумму выплачиваемого дивиденда. При выплате процентов по депозиту не происходит их капитализации и увеличения размера вклада, в то время как инфляция непрерывно уменьшает реальную покупательную способность средств, размещенных на депозите.

Приведем упрощенный пример: предположим, у пайщика на начало периода есть 100 паев стоимостью 1 000 руб. за пай. По итогам рассматриваемого периода стоимость увеличилась до 1 300 руб. за пай. При этом часть доходов получена по результатам операций с ценными бумагами (100 руб. на пай), часть в результате переоценки (70 руб. на пай) и часть в результате получения купонного дохода по облигациям и дивидендов по акциям (130 руб. на пай).



Если пайщик в качестве регулярного промежуточного дохода хочет получить только ту часть, которая обеспечена купонным доходом и дивидендами (130 руб. x 100 паев = 13 000 руб.), ему надо погасить 10 паев (которые в этот момент стоят 1 300 руб. за пай). Это равносильно владению ценными бумагами и получению по ним дивидендов и купонного дохода, с той лишь разницей, что дивиденды и купонный доход выплачиваются с периодичностью, определяемой эмитентом, а погашение паев можно совершить тогда, когда это удобно или необходимо пайщику.

Дополнительной выгодой такого способа получения дохода является сокращение налоговых потерь: в случае получения дивидендов инвестор платит налог со всей суммы выплаты, в случае частичного погашения паев – лишь с разницы между ценой приобретения и погашения этих паев, а при владении погашаемыми паями более трех лет можно воспользоваться инвестиционным налоговым вычетом.

Мы публикуем информацию о размере полученных дивидендов и размере купонного дохода на титульной странице в квартальной отчетности по фондам.

За 3 квартал 2019			За год (28.09.2018 - 30.09.2019)		
2 327 278	1,34%	от среднекварт. СЧА	Финансовый результат, % и руб.		от среднегодовой СЧА
4 144 731	2,39%		19,70%	23 465 858	
			10,19%	12 143 755	
-68 952	-0,04%		5,56%	6 620 394	
-886 858	-0,51%		6,33%	7 542 085	
-649 046	-0,38%		-1,88%	-2 245 032	
-147 693	-0,09%		-0,46%	-548 288	
-64 905	-0,04%		-0,04%	-47 057	

Отметим, что при планировании регулярного дохода надо ориентироваться на личный финансовый план. Если человек находится в стадии накопления капитала (работает и регулярно получает текущий доход), то выплата промежуточного дохода для него вообще может быть не актуальна, особенно с учетом того, что при этом возникает налогообложение. В этот период, наоборот, более правильно увеличивать объем накоплений. В случае если пайщик уже расходует ранее накопленный капитал (например, в пенсионном возрасте), то размер текущих погашений может планово превосходить размер дивидендов, купонных выплат, доходов от совершенных операций и переоценки, полученных на один пай в текущем периоде.

Выводы

- Налогообложение пайщиков паевых инвестиционных фондов (ПИФов) имеет ряд преимуществ по сравнению с самостоятельным владением ценными бумагами.
- Пайщик может самостоятельно организовать регулярное получение дохода, осуществляя частичное погашение паев в удобное для себя время и в нужном объеме.



На сайте компании периодически проводится актуализация данного материала.

10.4. Индексный фонд. Выбор и смысл

Что такое индексный фонд, знают все, но попробуем посмотреть на это явление в российской и мировой экономике немного с необычной точки зрения. В этом разделе мы постараемся дать вам несколько советов по индексному инвестированию и объясним, почему у нас нет индексных фондов.

Когда говорят об индексах (индексном инвестировании), то подразумевают в первую очередь основные фондовые индексы, куда входят крупнейшие компании той или иной национальной экономики. Оговоримся, что на фондовых рынках существуют отраслевые индексы, индексы так называемых эшелонов (у нас, например, индекс МосБиржи средней и малой капитализации) и прочие индексы. Но так как основные индексы самые капитализированные и, как следствие, капиталоемкие, поговорим именно о них.

Управление фондом по индексу – это комплекс действий по определенной системе управления капиталом, имеющей свой физический (экономический) смысл, с преимуществами, недоступными многим участникам рынка (несмотря на простоту системы), и недостатками, доступными практически всем.

Почему индекс – это система управления капиталом?

Это происходит по ряду причин.

1. Состояние портфеля четко определено в любой момент времени.
2. Существует система расстановки приоритетов среди активов (фактически отбор и определение объема позиции), то есть какие активы приобретаются (включение, увеличение доли), в каком объеме (доле), а какие активы продаются (исключение, уменьшение доли) или не приобретаются. Стоит отметить отдельно тот факт, что все индексные стратегии управления портфелем являются системами полного инвестирования (в них отсутствуют деньги).
3. Реализован риск-менеджмент – активы в портфеле занимают определенную долю, часто доля ограничена неким фиксированным лимитом от общего портфеля (например, в индексе МосБиржи это 15%).

Преимущества и недостатки индексного инвестирования на примере индекса МосБиржи

В каждой силе есть слабость, в каждой слабости есть сила.

Инь-Ян

Индекс МосБиржи на начало 2020 г. состоял из акций 36 крупнейших компаний (всего 39 акций), доля каждой из которых определяется пропорционально капитализации фри-флоата (акции в свободном обращении), но максимальная доля отдельного актива в индексе не может превышать 15%.

Главное преимущество индексного портфеля – в системности. В основе гениальной простоты индекса лежит здравый смысл: в крупнейших национальных компаниях сосредоточена существенная доля человеческого труда, который создает общественную полезность и добавленную стоимость для акционеров. Одновременно с технической простотой составления индексного портфеля ни на минуту не прекращается тяжелейшая конкурентная борьба компаний за место в индексе. Сам по себе «порог» для попадания акции в индекс – это система селекции (естественного отбора) наиболее жизнеспособных и экономически востребованных компаний.

Как-то давно на семинаре, который устраивала еще биржа РТС, мы задали вопрос: «Не собирается ли биржа перевести популярный индекс РТС в рублевую оценку?». В качестве аргумента мы использовали опыт других экономик, где фондовые индексы рассчитываются исключительно в национальной валюте. На что в зале возникла ирония – мол, в нашей стране все меряют в «баксах». Тогда мы обратили внимание на тот факт, что появляющиеся индексные фонды, которые вкладывают средства в соответствии со структурой индекса РТС, по определению рублевые, и доходность у них будет также исчисляться в рублях. И так как инвестиции ведутся в российский бизнес, а индекс – это фактически система управления капиталом, то логично, что результат должен номинироваться в рублях. После этого в зале раздался смех и большинство участников семинара (сотрудники инвестиционных и управляющих компаний), а также представители биржи ответили: «Вы что, ребята, какая система управления капиталом? Это же просто индекс – его рассчитывают!»

Благодаря этой системности индексные портфели в долгосрочной перспективе опережают результаты большинства спекулянтов. Здесь спекулянты, конечно же, будут спорить, утверждая, что они используют более продвинутые «системы» для совершения сделок. Да, их «системы» выглядят гораздо более сложными и наукообразными. Это всевозможные наборы технических индикаторов, правила использования стоп-лоссов и тейк-профитов, и т. д. Только все это, на наш взгляд, псевдосистемы, в основе которых зачастую нет ни экономической логики, ни здравого смысла. Создателям таких сложных псевдосистем очень трудно поверить в простоту и эффективность индексного инвестирования еще и потому, что индекс не создает иллюзий о стремительном обогащении, а просто отражает поступательное развитие бизнеса. Среднестатистическая доходность, которую приносят акции в долгосрочной перспективе (плюс 4-5% в год к уровню инфляции), не поражает воображение. Но при долгосрочном и регулярном инвестировании с учетом сложного процента эта, на первый взгляд, невысокая доходность может обеспечить фантастический результат.

Какие недостатки у индексного портфеля?

В индекс изначально входит ограниченное количество компаний. Да, они надежные, но их потенциал развития, как правило, ниже, чем у некоторых не вошедших в индекс. К тому моменту, когда они попадают в индекс, они уже проходят фазу наиболее интенсивного роста. Сбербанку или Газпрому

трудно вырасти в пять раз. Доля Сбербанка на рынке России близка к 50% и ее трудно увеличить в три раза. Даже неперспективную компанию, теряющую долю рынка или работающую в уходящей в прошлое отрасли (например, фиксированная связь), вам придется приобретать, так как на текущий момент она по-прежнему является крупной (пока) и естественно занимает свою долю в индексе. Также отметим, что доля акций в индексе зависит от их стоимости (точнее капитализации фри-флоата), а текущая рыночная стоимость не всегда в моменте отражает экономику деятельности компании и, самое главное, ее будущее развитие. Индекс МосБиржи, с точки зрения управления портфелем, как бы исходит из гипотез, что чем больше компания, тем больше она вырастет, в противном случае зачем вкладывать в нее БОльший объем средств? То же самое можно сказать про ограниченный список компаний, входящих в индекс. Это значит, что остальным компаниям автоматически присваивается доля, равная нулю. Это здравая логика с точки зрения надежности, но сомнительная с точки зрения максимизации доходности. Это жертва доходностью в пользу надежности. Кстати, эти особенности индексного инвестирования когда-то побудили нас сравнивать результаты управления не только с индексом МосБиржи, но и с так называемым бенчмарком (где присутствуют все акции из группы риска, и они включены в виртуальный портфель бенчмарка равными долями).

Стоит отметить, что по сути индексное инвестирование – это разновидность системы автоследования, где автором стратегии инвестирования (лидером, ведущим аккаунтом, мастером) является коллективный разум и уровень влияния участников рынка. Немаловажное воздействие на поведение таких инвесторов начинает оказывать «администрация» индекса (орган, определяющий состав и структуру). С точки зрения смысла, очень сложно применять к такому способу инвестирования термин «пассивное», так как фактически происходит копирование поведения группы активных участников. Представьте, что вы сели в автобус, за право управления которым нужно платить (эту выгоду получает биржа). Вы не претендуете на выбор направления следования и поэтому цена вашего билета минимальна. Очевидно, что все участники этой поездки едут в одном направлении и результат по преодолённому расстоянию будет одинаковым, но вы будете в наилучшем положении относительно среднего результата из-за самых низких расходов. Нелепо считать, что едешь в другое место, если ты не сам сидишь за рулем.

Рыночное ценообразование – результат деятельности всех участников рынка, увеличение влияния индексных фондов – увеличение влияния бессознательного. Со временем это может создать почву не только для серьезных злоупотреблений со стороны недобросовестных участников рынка или администраторов, но и проблемы с ликвидностью отдельных бумаг: без существенного отклонения цены будет крайне сложно купить/продать какую-либо бумагу при изменении ее доли в индексе. При этом расчетная величина индекса не будет учитывать влияние этих сложностей на реальный

результат инвесторов. На практике это будет приводить, как и в любой системе автоследования, к отклонению результата инвесторов от результата мастера (расчетного результата индекса). Будет увеличиваться так называемая ошибка слежения, которая в какой-то момент может перекрыть выигрыш от такого подхода.

Ключевым преимуществом так называемого пассивного инвестирования являются низкие транзакционные издержки (подробнее в материале «Транзакционные издержки и их влияние на результат инвестирования. Формула стоимости услуг доверительного управления»). На первый взгляд, индексное инвестирование гарантирует получение среднего результата, но за счет низких транзакционных издержек на практике получается результат, превышающий среднее (точнее средневзвешенное) значение доходности реальных участников. Данное математическое следствие будет сохраняться вне зависимости от доходности рынка акций как такового (подробнее в материале «Кто выигрывает на фондовом рынке?»).

Важно осознавать, что индексное инвестирование с определенного момента не гарантирует должную отдачу от конкретного бизнеса, и, как следствие, от природы долевого инструмента – получение реальной доходности в 3-5% годовых, так как совершенно не учитывает цену приобретения акций этого бизнеса. Это значит, что такие инвестиции даже на большом сроке могут запросто проиграть доходности иных инструментов сбережения. Согласитесь, вы не станете покупать пятилетнюю облигацию с ежегодным купоном в размере 5% за 130% от номинала. В рамках индексного инвестирования такое может запросто произойти даже в отношении большинства акций, входящих в портфель, особенно с учетом нарастающего влияния данного механистического подхода. У индексного инвестирования нет фундаментальной основы, данный способ не подразумевает расчет потенциальной доходности вложений (подробнее в материале «Как инвестировать в акции, используя потенциальную доходность?»). Реализуется полный аутсорсинг принятия решений, качество которых непонятно, а со временем может только ухудшаться из-за роста влияния индексных фондов. Ярким примером игнорирования фундаментального подхода является фондовый рынок Японии, где индексное инвестирование не позволило инвесторам решить свои финансовые цели (подробнее в материале «Фондовый рынок Японии – исключение, подтверждающее правило»).

Если вы решили воспользоваться индексным инвестированием, на что стоит обратить внимание.

1. Размер (стоимость чистых активов – СЧА) индексного фонда. Размер индексного фонда должен быть достаточно большим для того, чтобы иметь возможность обеспечить достаточно низкие тарифы за обслуживание, при этом оставаясь рентабельным для управляющей компании. В больших индексных фондах относительный размер расходов для клиента может быть минимальным в процентах от СЧА.

2. Размер комиссии УК и размер расходов. Среди индексных фондов с большим СЧА лучше выбрать тот фонд, где эти показатели меньше.
3. Максимально точное соблюдение структуры индекса. Структура активов фонда должна в точности повторять структуру индекса. Если вы не поленились, то можете сверить структуру активов фонда, раскрываемую в соответствии с законодательством, со структурой индекса МосБиржи. Также рекомендуем оценить ошибку слежения (отклонение результата фонда от индекса) на различных временных интервалах. В «небольших» индексных фондах значительные вводы и выводы денег могут оказать существенное влияние на результаты управления. В крупных индексных фондах существует другая проблема – при изменении расчетной структуры индекса (например, включение новой бумаги) им сложнее совершить данную операцию на реальном рынке из-за абсолютного объема сделки, и это также может ухудшать результат по сравнению с индексом.
4. Удобство приобретения: в первую очередь это возможность дистанционного совершения операций.

Почему у нас нет индексного фонда



Если индекс – это система управления капиталом, то работать лучше может только система, учитывающая недостатки индекса. Результат индекса, например индекса МосБиржи, – это средневзвешенный результат набора акций, входящих в него. Внутри этого результата есть лучшие, а есть худшие. Для того чтобы сработать лучше среднего, нужно выбрать из всего множества множество лучших. Тем более, что для решения этой задачи мы не ограничены только акциями, уже входящими в индекс. Для сравнения

акций между собой и выбора наиболее интересных мы используем такой показатель, как потенциальная доходность. Ее расчет опирается на прогноз экономических показателей деятельности компаний.

Для нас конкуренция с индексом является принципиальным моментом. Мы не являемся компанией, имеющей такое преимущество, как бренд государственного банка, поэтому понимаем, что наши инвестиционные продукты будут востребованы только в том случае, если мы сможем своим управлением на длинных временных интервалах обеспечивать результат лучше индекса. Как в основе поступательного роста стоимости бизнеса, например строительного, лежит человеческий труд, так и преимущество над индексом должно стать следствием труда команды профессионалов. Этот труд – не деятельность по черчению и трактовке фигур на графике, а проведение экономического анализа, изучение огромного количества данных, содержащихся в отчетности, прогнозирование потребностей человечества в будущем, и, как итог, расчет потенциальной доходности вложения средств в тот или иной бизнес. Если мы этого не будем уметь делать, то мы вам не нужны! Но это лишь значит, что можно воспользоваться простой и эффективной системой управления под названием индекс!

И еще, обязательно вкладывайте деньги в фондовый рынок, будьте хозяевами своей страны!

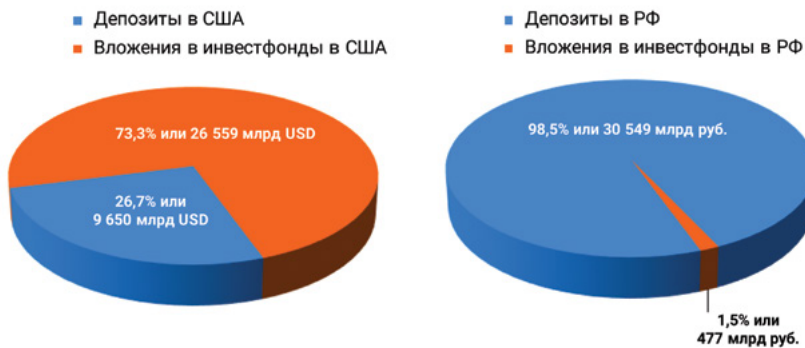
Выводы

- Индекс – это простая и эффективная система управления капиталом.
- У индекса есть не только преимущества, но и недостатки.
- Критерии выбора индексного фонда достаточно просты.
- Продукты УК Арсагера будут востребованы, если мы сможем на длинных временных окнах работать лучше индекса.
- Мы не используем индексное инвестирование, потому что хотим избежать наличия в наших портфелях акций, владение которыми не обосновано с фундаментальной точки зрения.

10.5. ПИФ + банковский вклад = любовь

Преимущества депозитов всем хорошо известны. Но, к сожалению, у них есть и недостатки, основной из которых заключается в том, что, как правило, доходность по депозитам не превышает инфляцию. Поэтому для того чтобы защитить свои средства от инфляции, разумно сочетать депозит с другими вариантами вложения денег, например инвестициями в акции (в том числе через ПИФы). Но почему же в России такая огромная популярность только у депозитов?

Соотношение вложений в инвестиционные фонды и депозиты в России и США, 2019 г.



Источники: ЦБ РФ, НЛУ, Investment Company Institute, federalreserve.gov

На наш взгляд, популярность депозитов обусловлена с одной стороны, простотой и комфортом получения дохода, а с другой стороны, нежеланием людей разбираться в возможностях и специфике других инструментов сбережений. В школе не учат, как еще можно эффективно распоряжаться результатами своего труда. Все сбережения люди хранят в банке, где их время от времени «подъедает» инфляция. Когда человек решает отнести деньги в банк, он держит в голове следующее:

- «Банк в любом случае вернет мне вклад»;
- «В банке деньги начнут работать, принося стабильный доход»;
- «Деньги, скорее всего, мне не понадобятся во время срока действия вклада, поэтому процентами я сильно не рискую».

Банковский вклад на 100% безопасен?

Банк может разориться и не вернуть ваш вклад. В случае отзыва лицензии у банка или его ликвидации деньги вам возвращает Агентство по страхованию вкладов (АСВ), и только в объеме, не превышающем 1,4 млн руб. в одном банке. Объем страховой ответственности АСВ перед физическими лицами (по состоянию на конец 2019 года) составляет 17 785 млрд руб. (если все

банки объявят о банкротстве), а в фонде обязательного страхования вкладов 44,4 млрд руб. При этом размер обязательств по уже наступившим страховым случаям и повышению капитализации банков достигает 3 183 млрд руб. и финансируется за счет взносов Российской Федерации.

Соотношение страховой ответственности АСВ к фонду обязательного страхования вкладов



Источник: Агентство по страхованию вкладов (<http://www.asv.org.ru/>)

Можно сказать, что система страхования вкладов сработает, если в спокойное время «упадут» несколько банков «средней руки».

Иная ситуация была возможна во время кризиса 2008 г. Тогда помогло государство за счет средств «Фонда национального благосостояния». Деньги активно вливались в банки для реструктуризации их долгов.

Пути санации могут быть разными, однако суть одна: государство спасало банковскую систему от «эффекта домино», хотя не обязано было помогать им. Без этой помощи цепная реакция могла привести к катастрофе. Если бы один из этих банков лишился возможности расплатиться по кредиту другого банка, то, скорее всего, за ним не смог бы расплатиться и следующий банк (его кредитор), потом еще один (кредитор кредитора) и так далее.

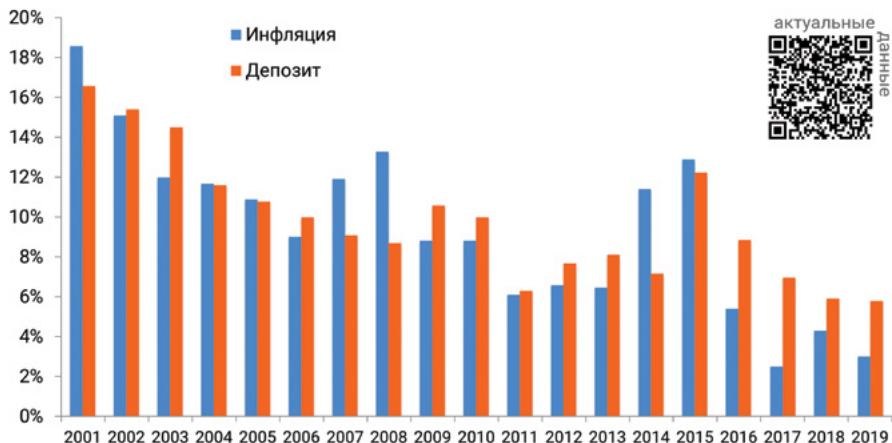
В итоге «слегло» бы огромное количество банков. Нет уверенности в том, что в такой ситуации система страхования вкладов смогла бы помочь. Мы должны сказать спасибо Правительству РФ, которое в 2008 г приняло это мудрое и ответственное решение.

Инфляция и депозиты

В 2009-2010 г. банкам были нужны деньги, и они платили высокие проценты. В 2011 г. средневзвешенная ставка по депозитам в рублях резко снизилась с 9,1% в начале года до 5,6% в конце. К началу 2014 г. ставка по годовым депозитам была на уровне 6% годовых, но к концу года выросла до 13%.

В течение 2015-2019 гг. доходность депозитов снижалась, при этом темпы инфляции снижались быстрее и, начиная с 2016 г. по текущее время, уровень ставок по вкладам превышает инфляцию.

Инфляция и средневзвешенные ставки по депозитам в рублях (без учета вкладов «до востребования»), %



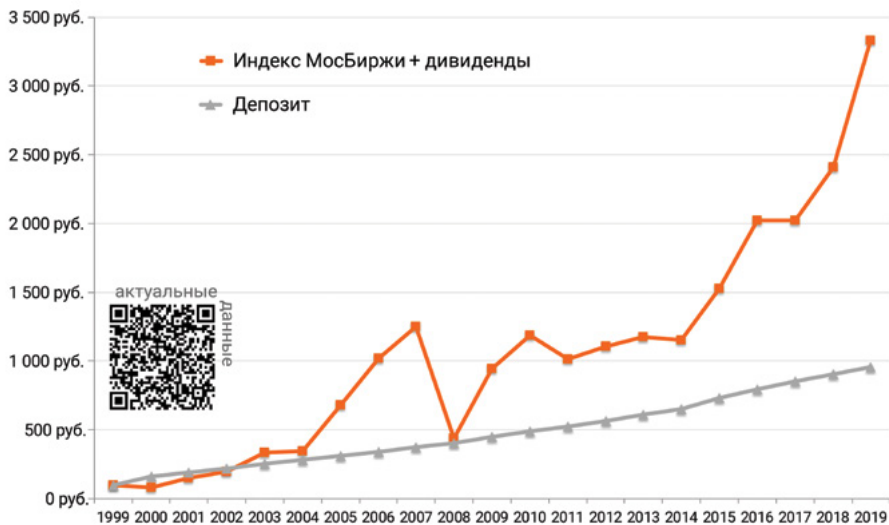
На диаграмме представлены данные о средневзвешенной процентной ставке по депозиту (срок вклада – 365 дней, без учетов вкладов «до востребования») в начале определенного года и уровень инфляции за этот год.

Наши расчеты показывают, что в долгосрочном периоде депозиты способны сохранять текущую покупательную способность, и хранить деньги на депозитах эффективнее, чем в наличной валюте. Деньги, размещенные на депозитах, банки используют для кредитования, и они работают в экономике.

Опыт состоятельных людей (mass affluent) показывает: банковские вклады не являются универсальным инструментом. Независимо от своего инвестиционного темперамента эти люди не готовы приносить свои деньги «в жертву» инфляции, поэтому в дополнение к депозитам они используют ПИФы или покупают акции самостоятельно.

Статистика и здравый смысл подсказывают, что такие вложения в долгосрочной перспективе, как правило, обгоняют инфляцию и увеличивают благосостояние.

Если бы вы в начале 2000 г. положили на депозит 100 руб. и вложили 100 руб. в фондовый рынок, то в конце 2019 года с депозита с ежегодной капитализацией процентов смогли бы забрать 956 руб. (процентная ставка в каждом году равна средневзвешенной процентной ставке по депозитам в начале года). С фондового рынка вы могли бы забрать 3 332 руб. Даже в 2008 году стоимость ваших вложений была бы 437 руб. против 405 руб. на депозитах.



Сравнение доходностей депозитов и фондового рынка, %



Массовый потребитель готов «жертвовать» доходностью в пользу стабильности, поэтому депозиты столь популярны у населения. Стабильность депозита привлекает психологически: нет ежедневных изменений стоимости, как в ПИФах или акциях. Однако для рационального инвестора, который осуществляет регулярные инвестиции, высокая волатильность идет на пользу его благосостоянию.

Риск потери процентов по банковскому вкладу

Если деньги вам все же понадобятся во время действия договора вклада, то вы потеряете весь ваш процентный доход. Процентная ставка по вкладам «до востребования» – то, что останется у вас при досрочном расторжении вклада, обычно около 0,1%. Если деньги лежали в банке долго, то они уже подвергались «коррозии» в виде инфляции, а при лишении защиты в виде накопленных процентов их покупательная способность сократится еще больше.

Выводы

Мы не призываем отказываться от банковских вкладов и нести все деньги в ПИФы и акции. Разумно сочетать эти варианты в комфортном для себя соотношении, как это делают состоятельные люди в развитых странах.

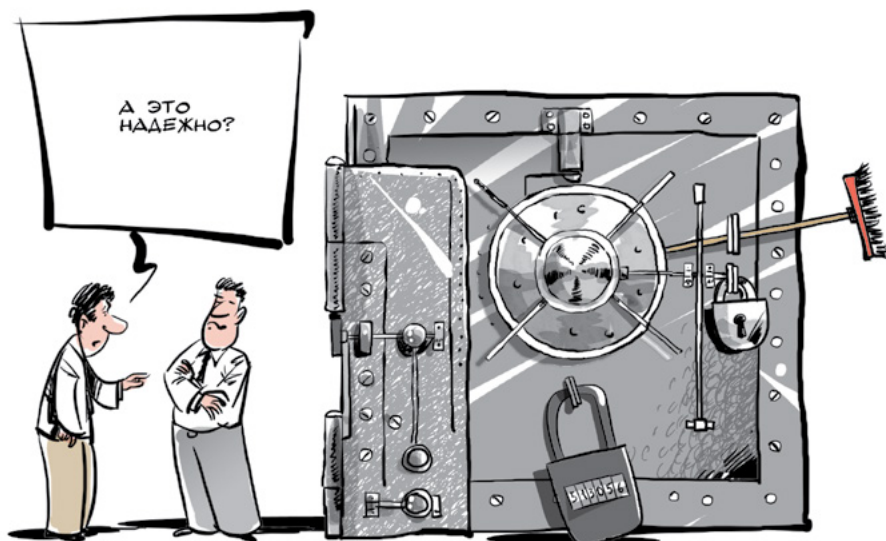
В отношении депозита каждому надо помнить следующее.

- Банк может разориться и не вернуть ваш вклад. Это всего лишь обязательство юридического лица возратить деньги и проценты.
- Ставка по депозиту, скорее всего, будет близка к уровню инфляции в долгосрочной перспективе.
- Если заберете деньги досрочно, то, скорее всего, вы потеряете большую часть процентов по вкладу.

Если вы ориентированы на долгосрочное увеличение благосостояния, то рациональнее использовать акции (непосредственно или покупая ПИФы акций, например индексные фонды акций). Оптимальное соотношение акций и депозитов зависит от вашего возраста, стабильности доходов, текущей структуры вложений и инвестиционных целей. Зарубежные исследования показывают: пересматривать структуру своих сбережений в пользу консервативных инструментов следует лишь по мере приближения к пенсионному возрасту. В молодом возрасте, когда период, на который вы готовы инвестировать средства, достаточно велик, вы можете принять риски, которые сопровождают инвестиции в ценные бумаги. В любом случае, мы рекомендуем держать на депозите не менее половины ваших годовых расходов.

▲ В рамках курса «Школа» следующим читайте материал 10.7. Инструменты сбережений.

10.6. Что такое надежность инвестиционного продукта?



Основные варианты активов, доступные для вложения денег большинству людей, – это банковский депозит и акции. Сравнить надежность депозитов и акций бессмысленно. Критерии для оценки надежности одних неприменимы к другим.

Акция и депозит – это как «инь» и «ян». Депозит – это стабильность, предсказуемость, определенность со сроком вложения и в большинстве случаев доходность ниже инфляции. Акции – это очень «капризный» вид вложений, сочетающий непредсказуемость колебаний стоимости, неопределенность по времени вложений, риски банкротства отдельных компаний и (!) статистически доказанную максимальную доходность в долгосрочной перспективе.

Задача человека – грамотно сочетать эти активы, а не выбирать что-то одно. Их соотношение зависит от ряда факторов: возраста, стабильности доходов, целей и сроков вложений. Мы помогаем всем заинтересованным лицам определиться с этим сочетанием.

Когда соотношение акций и депозитов выбрано, надо определиться со способом инвестирования. С банковским депозитом все просто: обычно люди самостоятельно выбирают банк и параметры депозита (некомфортный фактор – это потери в случае досрочного прекращения).

Инвестировать в акции можно самостоятельно и с помощью ПИФа. У каждого способа есть свои плюсы и минусы.

Если вы выбрали ПИФ как способ инвестирования в акции, то надежность будут определять два фактора:

- качество инвестиционных решений (выбор конкретных акций);
- надежность инфраструктуры, обслуживающей операции ПИФа.

Качество инвестиционных решений

Управляющая компания – это наемный интеллект, и вам необходимо выяснить, насколько эффективно он работает. Некоторые компании не дают полного описания своего подхода к выбору акций. Зачастую это общие фразы и утверждения: «управление – это особое искусство», «у нас работают высокие профессионалы» и т.д.

Лучший дружеский совет, который можно дать нашим читателям: если компания не может объяснить свои подходы и принципы, не приводит обоснований своих инвестиционных решений, не проводит анализ своих ошибок и не рассказывает о том, что делает для повышения качества работы, то лучше выбрать индексный фонд и не зависеть от управляющего.

На сегодняшний день только индексные фонды можно действительно считать инвестиционным продуктом, который отвечает трем главным критериям:

- есть информация о результатах инвестирования в прошлом;
- есть информация о текущем составе активов;
- есть четкое понимание того, как будет действовать управляющий этого фонда в будущем.

Последнее условие является самым главным, так как во всех остальных (не индексных) фондах клиент, как правило, не знает, как будет действовать управляющий фондом. А статистика такого управления показывает, что на длительных временных интервалах (5 лет и более) 80% участников рынка показывают результат хуже индексных фондов. Именно поэтому в развитых странах индексные фонды являются наиболее популярными инвестиционными продуктами. Подробнее об индексных фондах и о том, как их выбрать, читайте в материале «Индексный фонд. Выбор и смысл».

В остальных случаях пайщику остается только ВЕРИТЬ в управляющего, который показал ранее хороший результат, а также внимательно следить за тем, не уволился ли он, не заболел ли, все ли в порядке у него с личной жизнью, не случилось ли чего с его «даром» управления.

Покупая телефон или автомобиль известного бренда, нужно ли вам знать лично их разработчиков или менеджмент? Нет. Люди убедились в надежности технологий этих и многих других компаний.

Если клиент не знает технологий управляющей компании, надо обладать известным мужеством, чтобы доверить ей управление (даже если он лично знаком с сотрудниками и/или менеджментом).

Такая ситуация некомфортна для пайщика. Для компании она также некомфортна, так как бизнес находится в сильной зависимости от конкретных сотрудников, а находиться в зависимости никто не любит. Но у менеджмента порой не хватает квалификации для того, чтобы правильно выстроить процессы и технологии управления, структурировать задачи и обеспечить заменяемость персонала. Со стороны сотрудников, отвечающих за управление активами, такие идеи менеджмента, как правило, тоже не находят горячей поддержки (а порой просто саботируются): кому хочется перестать быть незаменимым?

Надежность инфраструктуры ПИФа

Законодательство о ПИФах надежно защищает инвесторов. Однако всегда можно придумать ситуацию, когда любая защита будет «взломана». Законодательство не может исключить злоупотребления, но должно сделать их экономически нецелесообразными и обеспечить их выявление на ранних стадиях.

Мы рассказывали о злоупотреблениях при доверительном управлении и способах защиты от них. Здесь мы рассмотрим принципиальные механизмы обеспечения сохранности имущества в ПИФе.

Во-первых, имущество ПИФа хранится отдельно от имущества самой управляющей компании (УК) и других ПИФов, на отдельных счетах и отдельных балансах.

Во-вторых, за сохранность имущества ПИФа отвечает независимая организация – специализированный депозитарий. Поэтому один из ключевых параметров, который должен проверить пайщик, – выяснить, какая организация является специализированным депозитарием ПИФа.

Почему это так важно? Законодательство устанавливает специальные правила проведения операций с имуществом ПИФа. В частности, деньги, которые пайщик вносит в ПИФ, могут быть направлены только на покупку активов, предусмотренных инвестиционной декларацией ПИФа. При погашении паев деньги могут быть отправлены только на счет пайщика. Специализированный депозитарий обладает правом «третьей подписи». Это значит, что без его проверки и одобрения не проводится ни одна транзакция. Кроме того, специализированный депозитарий следит за правильностью расчета стоимости пая и корректностью операций, связанных с выдачей, погашением и обменом паев.

Специализированный депозитарий несет ответственность своим имуществом и лицензией совместно с управляющей компанией, а в случае банкротства УК или отзыва у нее лицензии именно специализированный депозитарий будет отвечать за организационные мероприятия, связанные с дальнейшей деятельностью фонда. Фактически это сторож и хранитель имущества, потому так важно, чтобы он имел отличную репутацию и не зависел от УК (не был аффилирован).

Пайщику также надлежит выяснить, какие брокер, банк и регистратор обслуживают ПИФ.

Банк, пусть и на короткое время (до перечисления на брокерский счет на бирже), получает деньги пайщика. То же самое можно сказать про брокера, который получает доступ к деньгам пайщика до момента приобретения активов.

Регистратор ведет учет движений и остатков по лицевым счетам пайщиков и обеспечивает независимую от УК возможность для проведения операций с паями. То есть пайщик всегда может получить в независимой организации информацию о состоянии и движении по своему счету.

Выводы

- Бессмысленно сравнивать надежность акций и депозитов и выбирать между ними – надо сочетать оба вида вложения. Преимущества депозита в стабильности, акций – в долгосрочной доходности.
- Успешность вложений в ПИФ (помимо состава активов) зависит от качества инвестиционных решений (не ленитесь разобраться в этом) и надежности инфраструктуры, обслуживающей операции ПИФа (специализированный депозитарий должен иметь первоклассную репутацию и быть независимым от УК).

■ В рамках курса «Университет» следующим читайте материал 10.8. Транзакционные издержки и их влияние на результат инвестирования.



Видеоматериалы по теме на канале «Арсатера» в YouTube: плейлист «Лекториум».

10.7. Инструменты сбережений

«Если Вы не думаете о будущем, у Вас его не будет».

Джон Голсуорси

Каждый человек, осознанно или нет, заботится о своем будущем. Это часть инстинкта самосохранения. Временные горизонты могут быть разные – для кого-то это месяцы или дни, а для кого-то – годы или даже десятилетия.

Для каждого из нас забота о будущем означает что-то свое: окончить институт и найти интересную работу, иметь свой дом и создать семью, вырастить детей и дать им хорошее образование... И не бояться старости...

Люди осознают необходимость сбережений как элемента **Заботы о Будущем**.

Получается, что главная практическая цель сбережений – это сохранение и перенос из настоящего в будущее определенной покупательной способности средств, имеющихся в наличии сейчас. Более того, желательно не только перенести в будущее текущую покупательную способность, но и по возможности преумножить ее.

Основные инструменты сбережений:

- долговые – депозиты, облигации;
- долевые – акции;
- недвижимость.

Инструменты сбережений реализуются посредством конкретных инвестиционных продуктов: депозиты через предложения конкретных банков, акции и облигации посредством ПИФов или путем самостоятельного приобретения через брокеров, недвижимость посредством самостоятельной покупки конкретного объекта или через покупку паев фондов недвижимости (ЗПИФН).

Долговые инструменты можно считать инструментами с номинальной доходностью, а акции и недвижимость – инструментами с реальной доходностью.

У инструментов с номинальной доходностью значение доходности определено и, как правило, не зависит от обстоятельств: девальвации, изменения уровня процентных ставок, (гипер)инфляции и т. п.

У инструментов с реальной доходностью доходность заранее не определена, но при этом ценность этих активов защищена от пертурбаций, связанных с покупательной способностью. Поэтому инструменты с реальной доходностью содержат в себе бонус в виде защиты от инфляции.

Не факт, что в каком-то рассматриваемом периоде инструменты с реальной доходностью принесут больше, чем инструменты с номинальной доходностью, но в определенных ситуациях спасают именно они.

Яркий пример – денежные реформы и гиперинфляция 1990-х, когда деньги на вкладах в банках обесценивались, а денежные средства, вложенные в недвижимость, сохранили свою покупательную способность.

Основной враг сбережений – инфляция. Если просто накапливать денежные средства, никуда их не вкладывая, их будущая покупательная способность будет уменьшаться с ростом инфляции.

Депозиты и облигации очень похожи – это вложение денег под фиксированную доходность (заранее определенный процент). В развитых странах население предпочитает облигации депозитам в силу более высокой ликвидности и несколько более высокой доходности.

В России население отдает предпочтение депозитам. По состоянию на начало 2020 г. объем вложений граждан России в депозиты составлял около 30 трлн руб., а количество людей, имеющих сбережения на депозитах, было более 35 млн человек.

Действительно, банковский вклад является очень простым и понятным инвестиционным продуктом: вкладываешь деньги на срок и хорошо понимаешь, сколько получишь по итогам. Доходы по депозитам в России практически не имеют налогообложения, в отличие от акций и облигаций. Система страхования вкладов также является преимуществом этого инструмента.

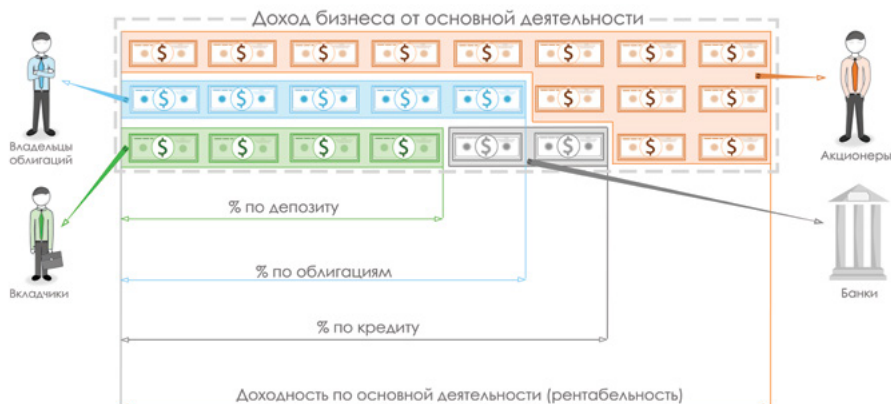
Не менее популярными, чем депозиты, в России являются вложения в недвижимость. По опросам, регулярно проводимым ВЦИОМ, депозиты и недвижимость постоянно соперничают за первое место, периодически уступая его друг другу.

Вложения в недвижимость можно рассматривать как частный случай вложения в бизнес, где все 100%, как правило, принадлежат одному владельцу. Действительно, недвижимость удовлетворяет потребность в проживании, тепле и крыше над головой. Поэтому и сдача недвижимости в аренду, и непосредственное проживание в ней (как частный случай сдачи в аренду самому себе) являются простейшим видом бизнеса.

В отличие от депозитов вложения в недвижимость имеют высокий порог входа и являются более долгосрочными (от нескольких лет и более). Снижение входного порога, повышение ликвидности и возможность частичной продажи могли бы обеспечить фонды недвижимости (ЗПИФН), но пока этот инвестиционный продукт в России не имеет такого широкого использования и распространения, как в развитых странах.

Вложение в акции – это способ приобретения доли в бизнесе и участия в результатах бизнеса (прибыли). Акции могут приносить доход как в виде дивиденда, так и в виде роста курсовой стоимости, которая в долгосрочном периоде отражает экономические достижения компаний. Мировая статистика показывает, что акции приносят более высокую доходность, чем депозиты и облигации в долгосрочной перспективе. Этому есть простое объяснение – доходы по депозитам (по большей части) выплачиваются за счет кредитов бизнесу, который берет их, когда может заработать больше, чем процент по депозиту плюс маржа банка. Более подробное объяснение читайте в материале «Взаимосвязь доходности акций и облигаций».

Взаимосвязь доходности бизнеса и стоимости долгового финансирования



Акции – более сложный инструмент инвестирования, чем депозиты, и требуют соблюдения определенной техники безопасности. Основная трудность для большинства людей – это колебания курсов акций и временные снижения их стоимости.

Эта трудность информационного и психологического характера. Большинство людей не понимают, почему в долгосрочной перспективе акции растут, несмотря на периоды снижения стоимости. Более того, в периоды кризиса люди могут поддаваться панике, формируемой СМИ, и продать акции по минимальной стоимости. В остальное время СМИ формируют неверный стереотип, представляя акции как игровой инструмент. Доход при этом, по их мнению, возникает исключительно в результате игры на колебаниях, а источником дохода являются средства других, менее удачливых игроков.

Точка зрения о том, что доход по акциям является следствием результатов основной деятельности компаний, звучит крайне редко и не является популярной. Мы приведем результаты исследования по оценке доходности депозитов и сравним их с уровнем инфляции, а также приведем информацию о доходности вложений в акции на рассматриваемых временных интервалах.

Цель инвестиций не в депозиты может быть только одна – получить более высокую доходность, чем на депозитах.

Согласно мировой и российской статистике, доходность банковских депозитов близка к уровню инфляции (по-научному: реальная доходность депозитов близка к нулю).

Доходность, превышающая результаты депозитов, будет означать прирост покупательной способности сбережений (или получение положительной реальной доходности).

Для этого мы используем статистические данные о доходности банковских депозитов, инфляции и стоимости паев одного из индексных фондов. Мы посмотрим, какой результат получили люди, инвестирующие в эти инструменты, на разных временных окнах.

Мы берем данные реального индексного фонда по трем причинам.

- Индексный фонд (по основному индексу широкого рынка) лучше всего характеризует доходность инвестиций в такой класс активов как акции.
- Любое инвестирование сопровождается издержками. На сегодняшний день, несмотря на весьма высокие издержки (около 1-1,5% от среднегодовой СЧА, при том что в развитых странах издержки составляют 0,1-0,2% от среднегодовой СЧА), индексный фонд для массового инвестора является более удобным инструментом, чем самостоятельное ведение индексного портфеля.
- В изменении стоимости индексного фонда учитываются полученные дивиденды.

В приведенной ниже таблице последовательно рассматриваются результаты инвестирования выбранных инструментов на различных сроках. В столбце 1 указывается период инвестирования. В столбцах 2, 3 указаны даты начала и окончания соответствующего периода инвестирования.

В столбце 4 приводится информация об уровне инфляции за соответствующий период. В столбцах 5, 6 приводится результат инвестирования для выбранных инструментов за соответствующий период инвестирования в процентах.

В столбцах 7-9 указаны инфляция и результат инвестирования, который переводится в годовые проценты для периодов инвестирования больше 1 года.

В столбцах 10, 11 приводится результат инвестирования, очищенный от инфляции за соответствующий период.

Период	Дата начала	Дата окончания	Инфляция, %	Результат индексного фонда*, %	Доход по депозиту**, %	Инфляция, % годовых	Результат индексного фонда*, % годовых	Доход по депозиту**, % годовых	Результат индексного фонда минус инфляция, % годовых	Депозит минус инфляция, % годовых
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1 год	28.04.2018	30.04.2019	5,2%	16,8%	5,7%	5,2%	16,7%	5,6%	11,6%	0,5%
	28.04.2017	28.04.2018	2,4%	18,4%	6,7%	2,4%	18,4%	6,7%	16,0%	4,3%
	29.04.2016	28.04.2017	4,1%	6,8%	8,5%	4,1%	6,8%	8,5%	2,6%	4,4%
	30.04.2015	29.04.2016	7,2%	20,5%	11,9%	7,2%	20,5%	11,9%	13,3%	4,6%
	30.04.2014	30.04.2015	16,4%	32,6%	7,2%	16,4%	32,6%	7,2%	16,2%	-9,2%
	30.04.2013	30.04.2014	7,3%	-3,0%	8,2%	7,3%	-3,0%	8,2%	-10,3%	0,9%
	28.04.2012	30.04.2013	7,2%	-5,1%	7,8%	7,2%	-5,1%	7,8%	-12,3%	0,6%
	29.04.2011	28.04.2012	3,6%	-14,8%	6,1%	3,6%	-14,8%	6,1%	-18,4%	2,5%
	30.04.2010	29.04.2011	9,6%	20,1%	8,2%	9,6%	20,1%	8,2%	10,5%	-1,4%
	30.04.2009	30.04.2010	6,0%	53,7%	11,6%	6,0%	53,7%	11,6%	47,7%	5,6%
	30.04.2008	30.04.2009	13,2%	-43,0%	8,8%	13,2%	-43,0%	8,8%	-56,2%	-4,4%
	28.04.2007	30.04.2008	14,3%	-1,3%	9,0%	14,2%	-1,3%	8,9%	-15,4%	-5,3%
	28.04.2006	28.04.2007	7,6%	18,1%	9,7%	7,6%	18,1%	9,7%	10,5%	2,1%
	29.04.2005	28.04.2006	9,8%	139,1%	10,6%	9,8%	139,7%	10,6%	129,9%	0,8%
	30.04.2004	29.04.2005	13,8%	5,8%	10,6%	13,8%	5,9%	10,6%	-8,0%	-3,2%

Период	Дата начала	Дата окончания	Инфляция, %	Результат индексного фонда*, %	Доход по депозиту**, %	Инфляция, % годовых	Результат индексного фонда*, % годовых	Доход по депозиту**, % годовых	Результат индексного фонда минус инфляция, % годовых	Депозит минус инфляция, % годовых	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2 года	28.04.2017	30.04.2019	7,7%	38,3%	12,7%	3,8%	17,6%	6,2%	13,8%	2,4%	
	29.04.2016	28.04.2018	6,6%	26,4%	15,8%	3,3%	12,4%	7,6%	9,2%	4,3%	
	30.04.2015	28.04.2017	11,7%	28,7%	21,4%	5,7%	13,5%	10,2%	7,8%	4,5%	
	30.04.2014	29.04.2016	24,8%	59,8%	19,9%	11,7%	26,4%	9,5%	14,7%	-2,2%	
	30.04.2013	30.04.2015	25,0%	28,6%	16,0%	11,8%	13,4%	7,7%	1,6%	-4,1%	
	28.04.2012	30.04.2014	15,1%	-8,0%	16,6%	7,3%	-4,1%	8,0%	-11,3%	0,7%	
	29.04.2011	30.04.2013	11,1%	-19,1%	14,4%	5,4%	-10,0%	6,9%	-15,4%	1,6%	
	30.04.2010	28.04.2012	13,5%	2,3%	14,8%	6,6%	1,1%	7,2%	-5,4%	0,6%	
	30.04.2009	29.04.2011	16,2%	84,5%	20,8%	7,8%	35,9%	9,9%	28,1%	2,1%	
	30.04.2008	30.04.2010	20,0%	-12,4%	21,4%	9,5%	-6,4%	10,2%	-16,0%	0,7%	
	28.04.2007	30.04.2009	29,3%	-43,8%	18,6%	13,7%	-24,9%	8,9%	-38,6%	-4,8%	
	28.04.2006	30.04.2008	23,0%	16,6%	19,6%	10,9%	7,9%	9,3%	-2,9%	-1,5%	
	29.04.2005	28.04.2007	18,1%	182,4%	21,3%	8,7%	68,2%	10,2%	59,5%	1,5%	
	30.04.2004	28.04.2006	24,9%	153,1%	22,3%	11,8%	59,3%	10,6%	47,5%	-1,2%	
	3 года	29.04.2016	30.04.2019	12,2%	47,7%	22,3%	3,9%	13,9%	6,9%	10,0%	3,0%
		30.04.2015	28.04.2018	14,4%	52,4%	29,5%	4,6%	15,1%	9,0%	10,5%	4,4%
30.04.2014		28.04.2017	30,0%	70,7%	30,1%	9,1%	19,5%	9,2%	10,4%	0,0%	
30.04.2013		29.04.2016	34,0%	55,0%	29,7%	10,2%	15,7%	9,1%	5,5%	-1,2%	
28.04.2012		30.04.2015	34,0%	22,1%	25,0%	10,2%	6,9%	7,7%	-3,4%	-2,5%	
29.04.2011		30.04.2014	19,2%	-21,6%	23,8%	6,0%	-7,8%	7,3%	-13,8%	1,3%	
30.04.2010		30.04.2013	21,7%	-2,9%	23,8%	6,8%	-1,0%	7,4%	-7,8%	0,6%	
30.04.2009		28.04.2012	20,4%	57,2%	28,1%	6,4%	16,3%	8,6%	9,9%	2,2%	
30.04.2008		29.04.2011	31,5%	5,1%	31,4%	9,6%	1,7%	9,5%	-7,9%	0,0%	
28.04.2007		30.04.2010	37,2%	-13,6%	32,3%	11,1%	-4,7%	9,8%	-15,8%	-1,3%	
28.04.2006		30.04.2009	39,2%	-33,6%	30,1%	11,6%	-12,7%	9,1%	-24,3%	-2,5%	
29.04.2005		30.04.2008	35,0%	178,8%	32,2%	10,5%	40,7%	9,7%	30,2%	-0,8%	
30.04.2004		28.04.2007	34,4%	198,9%	34,2%	10,4%	44,1%	10,3%	33,8%	-0,1%	
4 года		30.04.2015	30.04.2019	20,3%	78,0%	36,9%	4,7%	15,5%	8,2%	10,8%	3,4%
		30.04.2014	28.04.2018	33,1%	102,1%	38,8%	7,4%	19,2%	8,6%	11,8%	1,1%
		30.04.2013	28.04.2017	39,5%	65,5%	40,8%	8,7%	13,4%	8,9%	4,7%	0,2%
	28.04.2012	29.04.2016	43,7%	47,1%	39,9%	9,5%	10,1%	8,7%	0,6%	-0,7%	
	29.04.2011	30.04.2015	38,8%	4,0%	32,7%	8,5%	1,0%	7,3%	-7,5%	-1,2%	
	30.04.2010	30.04.2014	30,7%	-5,8%	33,9%	6,9%	-1,5%	7,6%	-8,4%	0,7%	
	30.04.2009	30.04.2013	29,1%	49,2%	38,1%	6,6%	10,5%	8,4%	3,9%	1,8%	
	30.04.2008	28.04.2012	36,2%	-10,4%	39,4%	8,0%	-2,7%	8,7%	-10,8%	0,6%	
	28.04.2007	29.04.2011	50,3%	3,8%	43,2%	10,7%	0,9%	9,4%	-9,8%	-1,3%	
	28.04.2006	30.04.2010	47,6%	2,1%	45,2%	10,2%	0,5%	9,7%	-9,7%	-0,4%	
	29.04.2005	30.04.2009	52,8%	58,9%	43,9%	11,2%	12,2%	9,5%	1,1%	-1,6%	
	30.04.2004	30.04.2008	53,6%	195,1%	46,3%	11,3%	31,0%	10,0%	19,7%	-1,4%	
	5 лет	30.04.2014	30.04.2019	40,0%	136,1%	46,7%	7,0%	18,7%	8,0%	11,8%	1,0%
		30.04.2013	28.04.2018	42,9%	96,0%	50,2%	7,4%	14,4%	8,5%	7,0%	1,1%
		28.04.2012	28.04.2017	49,6%	57,1%	51,8%	8,4%	9,4%	8,7%	1,1%	0,3%
		29.04.2011	29.04.2016	48,8%	25,4%	48,4%	8,3%	4,6%	8,2%	-3,6%	-0,1%
30.04.2010		30.04.2015	52,1%	24,9%	43,5%	8,7%	4,5%	7,5%	-4,2%	-1,3%	
30.04.2009		30.04.2014	38,6%	44,7%	49,4%	6,7%	7,7%	8,4%	0,9%	1,6%	
30.04.2008		30.04.2013	46,1%	-15,0%	50,3%	7,9%	-3,2%	8,5%	-11,1%	0,6%	
28.04.2007		28.04.2012	55,7%	-11,6%	51,9%	9,2%	-2,4%	8,7%	-11,7%	-0,5%	
28.04.2006		29.04.2011	61,8%	22,6%	57,1%	10,1%	4,1%	9,4%	-5,9%	-0,6%	
29.04.2005		30.04.2010	62,0%	144,2%	60,6%	10,1%	19,5%	9,9%	9,4%	-0,2%	
30.04.2004		30.04.2009	73,8%	68,1%	59,1%	11,7%	10,9%	9,7%	-0,7%	-2,0%	
6 лет		30.04.2013	30.04.2019	50,3%	129,0%	58,7%	7,0%	14,8%	8,0%	7,8%	1,0%
		28.04.2012	28.04.2018	53,2%	86,0%	61,9%	7,4%	10,9%	8,4%	3,5%	1,0%
		29.04.2011	28.04.2017	55,0%	33,9%	61,0%	7,6%	5,0%	8,3%	-2,6%	0,7%
		30.04.2010	29.04.2016	63,1%	50,5%	60,6%	8,5%	7,0%	8,2%	-1,4%	-0,3%

Период	Дата начала	Дата окончания	Инфляция, %	Результат индексного фонда*, %	Доход по депозиту**, %	Инфляция, % годовых	Результат индексного фонда*, % годовых	Доход по депозиту**, % годовых	Результат индексного фонда минус инфляция, % годовых	Депозит минус инфляция, % годовых
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
6 лет	30.04.2009	30.04.2015	61,3%	91,9%	60,2%	8,3%	11,5%	8,2%	3,2%	-0,1%
	30.04.2008	30.04.2014	56,8%	-17,6%	62,6%	7,8%	-3,2%	8,4%	-10,9%	0,7%
	28.04.2007	30.04.2013	67,0%	-16,1%	63,8%	8,9%	-2,9%	8,6%	-11,8%	-0,3%
	28.04.2006	28.04.2012	67,5%	4,4%	66,7%	9,0%	0,7%	8,9%	-8,2%	-0,1%
	29.04.2005	29.04.2011	77,6%	193,1%	73,7%	10,0%	19,6%	9,6%	9,6%	-0,4%
7 лет	30.04.2010	30.04.2016	84,3%	158,4%	77,6%	10,7%	17,1%	10,0%	6,4%	-0,7%
	28.04.2012	30.04.2019	61,2%	117,3%	71,1%	7,0%	11,7%	8,0%	4,7%	0,9%
	29.04.2011	28.04.2018	58,7%	58,5%	71,8%	6,8%	6,8%	8,0%	0,0%	1,2%
	30.04.2010	28.04.2017	69,9%	60,7%	74,2%	7,9%	7,0%	8,3%	-0,9%	0,4%
	30.04.2009	29.04.2016	73,0%	131,3%	79,2%	8,1%	12,7%	8,7%	4,6%	0,5%
	30.04.2008	30.04.2015	82,5%	9,3%	74,3%	9,0%	1,3%	8,3%	-7,7%	-0,7%
	28.04.2007	30.04.2014	79,2%	-18,6%	77,2%	8,7%	-2,9%	8,5%	-11,6%	-0,2%
	28.04.2006	30.04.2013	79,7%	-0,9%	79,7%	8,7%	-0,1%	8,7%	-8,8%	0,0%
	29.04.2005	28.04.2012	83,9%	149,8%	84,3%	9,1%	14,0%	9,1%	4,9%	0,0%
	30.04.2004	29.04.2011	102,0%	210,2%	92,2%	10,6%	17,6%	9,8%	7,0%	-0,8%
8 лет	29.04.2011	30.04.2019	66,9%	85,1%	81,6%	6,6%	8,0%	7,7%	1,4%	1,1%
	30.04.2010	28.04.2018	74,0%	90,2%	85,9%	7,2%	8,4%	8,1%	1,2%	0,9%
	30.04.2009	28.04.2017	80,1%	147,0%	94,4%	7,6%	12,0%	8,7%	4,3%	1,0%
	30.04.2008	29.04.2016	95,7%	31,8%	95,0%	8,8%	3,5%	8,7%	-5,2%	-0,1%
	28.04.2007	30.04.2015	108,6%	7,9%	90,0%	9,6%	1,0%	8,3%	-8,7%	-1,3%
	28.04.2006	30.04.2014	92,8%	-3,9%	94,4%	8,5%	-0,5%	8,7%	-9,0%	0,1%
	29.04.2005	30.04.2013	97,2%	137,0%	98,7%	8,9%	11,4%	9,0%	2,5%	0,1%
	30.04.2004	28.04.2012	109,2%	164,4%	103,9%	9,7%	12,9%	9,3%	3,3%	-0,4%
9 лет	30.04.2010	30.04.2019	83,0%	122,3%	96,4%	6,9%	9,3%	7,8%	2,3%	0,8%
	30.04.2009	28.04.2018	84,5%	192,4%	107,5%	7,0%	12,7%	8,4%	5,6%	1,4%
	30.04.2008	28.04.2017	103,8%	40,7%	111,6%	8,2%	3,9%	8,7%	-4,4%	0,4%
	28.04.2007	29.04.2016	123,7%	30,1%	112,5%	9,3%	3,0%	8,7%	-6,4%	-0,6%
	28.04.2006	30.04.2015	124,5%	27,5%	108,4%	9,4%	2,7%	8,5%	-6,7%	-0,9%
	29.04.2005	30.04.2014	111,7%	129,9%	115,0%	8,7%	9,7%	8,9%	1,0%	0,2%
	30.04.2004	30.04.2013	124,4%	150,9%	119,8%	9,4%	10,8%	9,1%	1,4%	-0,3%
10 лет	30.04.2009	30.04.2019	94,0%	241,6%	119,2%	6,8%	13,1%	8,2%	6,2%	1,3%
	30.04.2008	28.04.2018	108,7%	66,6%	125,7%	7,6%	5,2%	8,5%	-2,4%	0,8%
	28.04.2007	28.04.2017	133,0%	38,9%	130,6%	8,8%	3,3%	8,7%	-5,5%	-0,1%
	28.04.2006	29.04.2016	140,7%	53,7%	133,1%	9,2%	4,4%	8,8%	-4,8%	-0,4%
	29.04.2005	30.04.2015	146,4%	204,9%	130,5%	9,4%	11,8%	8,7%	2,4%	-0,7%
	30.04.2004	30.04.2014	140,8%	143,3%	137,8%	9,2%	9,3%	9,0%	0,1%	-0,1%
11 лет	30.04.2008	30.04.2019	119,6%	94,6%	138,5%	7,4%	6,2%	8,2%	-1,2%	0,8%
	28.04.2007	28.04.2018	138,6%	64,5%	146,0%	8,2%	4,6%	8,5%	-3,6%	0,3%
	28.04.2006	28.04.2017	150,7%	64,1%	153,0%	8,7%	4,6%	8,8%	-4,1%	0,1%
	29.04.2005	29.04.2016	164,3%	267,5%	157,8%	9,2%	12,5%	9,0%	3,3%	-0,2%
	30.04.2004	30.04.2015	180,4%	222,7%	154,9%	9,8%	11,2%	8,9%	1,4%	-0,9%
12 лет	28.04.2007	30.04.2019	151,0%	92,1%	160,0%	8,0%	5,6%	8,3%	-2,4%	0,3%
	28.04.2006	28.04.2018	156,7%	94,2%	169,9%	8,2%	5,7%	8,6%	-2,5%	0,5%
	29.04.2005	28.04.2017	175,2%	292,3%	179,8%	8,8%	12,1%	8,9%	3,3%	0,2%
	30.04.2004	29.04.2016	200,7%	288,9%	185,2%	9,6%	12,0%	9,1%	2,4%	-0,5%
13 лет	28.04.2006	30.04.2019	170,1%	126,9%	185,2%	7,9%	6,5%	8,4%	-1,4%	0,5%
	29.04.2005	28.04.2018	181,8%	364,5%	198,5%	8,3%	12,5%	8,8%	4,2%	0,5%
	30.04.2004	28.04.2017	213,1%	315,2%	209,4%	9,2%	11,6%	9,1%	2,4%	-0,1%
14 лет	29.04.2005	30.04.2019	196,4%	442,7%	215,4%	8,1%	12,8%	8,5%	4,8%	0,5%
	30.04.2004	28.04.2018	220,6%	391,6%	230,1%	8,7%	12,0%	8,9%	3,4%	0,2%
15 лет	30.04.2004	30.04.2019	237,3%	474,4%	248,9%	8,4%	12,4%	8,7%	3,9%	0,2%

** В результатах не учитывается взимание скидок и надбавок. Используются результаты одного из индексных фондов (с СЧА более 100 млн руб.) <http://pif.investfunds.ru/funds/268>. Не учитывается налогообложение.*

*** Используются данные Банка России о ставках доходности депозитных вкладов сроком от 181 дня до 1 года, действующих на начало соответствующего периода.*



Приведенные данные показывают, что на коротких интервалах (1-3 года) результаты вложения в акции могут как существенно превосходить уровень инфляции, так и наоборот показывать результат, заметно уступающий уровню инфляции. На более длительных временных интервалах эти отклонения сокращаются. Результаты депозитов близки к уровню инфляции на средних и длинных интервалах.

На длительных интервалах проявляется превосходство вложений в акции над инфляцией. На 15-летнем окне вложения в акции на 3,9% годовых превосходят уровень инфляции.

Вложиться непосредственно в инфляцию у людей нет возможности. Мы считаем, что банковский депозит дает максимальное приближение к инфляции – это показывают как вышеприведенные данные, так и исследования (российские и международные) на более длительных интервалах. Кроме того, депозит на сегодняшний день является наиболее доступным и самым популярным инвестиционным продуктом в России.

Поэтому в дальнейшем для своих инвестиционных продуктов мы будем использовать доходность депозитов как бенчмарк для оценки доходности других вариантов вложений, а также как способ сравнения с инфляцией. На коротких интервалах такое сравнение не показательно, но на интервалах 5 лет и более оно становится репрезентативным.

Следует помнить, что:

Реальная доходность = $(1 + \text{доходность}) / (1 + \text{инфляция}) - 1$.

То есть она рассчитывается не простым вычитанием инфляции из полученной доходности, а с учетом эффекта изменившейся базы.

При относительно небольших значениях инфляции, особенно на коротких сроках (год), значением реальной доходности считают разницу между полученной доходностью и инфляцией, так как искажение не является существенным.

На 15-летнем интервале вложения в акции превзошли депозит на 3,7% годовых, но в абсолютном выражении это дало разницу 225% (за счет сложного процента).

Представленная таблица дает объективную картину инвестирования на всем рассматриваемом интервале и позволяет исключить возможность использования данных только об удачных или, наоборот, только о неудачных периодах инвестирования. Мы будем накапливать данную статистику и периодически проводить обновление данных.

В регулярной отчетности по своим продуктам мы публикуем данную форму представления информации, чтобы сравнить результаты наших

инвестиционных продуктов с доходностью депозитов и индексного фонда. Аналогичная форма представлена для варианта осуществления регулярных инвестиций.

Выводы

- Вложения в депозит позволяют получить результат, максимально приближенный к уровню инфляции (нулевая реальная доходность).
- Мы будем использовать информацию о доходности банковских депозитов на разных временных окнах в качестве бенчмарка для других вариантов вложений.
- На интервалах более пяти лет вложения в акции, как правило, имеют положительную реальную доходность и превосходят доходность депозитов.
- Цель наших инвестиционных продуктов, ориентированных на вложения в акции, – превосходить результаты индексных фондов, так как в долгосрочной перспективе результат вложения в акции превосходит доходность депозитов (имеет положительную реальную доходность). Любое превосходство над результатом индексного фонда в конечном итоге выливается в дополнительную реальную доходность для наших клиентов.

▲ В рамках курса «Школа» следующим читайте материал 11.1. Доверить или работать самостоятельно.



Видеоматериалы по теме на канале «Арсгера» в YouTube: плейлист «Лекториум».

10.8. Транзакционные издержки и их влияние на результат инвестирования. Формула стоимости услуг доверительного управления

«Жизнь проще, чем кажется, но сложнее, чем думаешь...»

«Скромность не только украшает человека, но и делает его богаче...»

Немногие задумываются, насколько важным является для инвестора уровень транзакционных издержек (ТИ), которые он несет, осуществляя сбережения в ценных бумагах. В данной статье мы расскажем об этом и приведем результаты наших исследований. К транзакционным издержкам можно отнести все виды расходов по операциям, связанным с ценными бумагами: приобретение, владение, хранение, продажа, получение дохода, доверительное управление.

Влияние размера ТИ на результат инвестора, доля потерь в зависимости от уровня доходности

Приведем результаты инвестирования для следующих вводных данных:

Инфляция	Реальная ставка	Общая доходность
6%	5%	11%
Начальная сумма инвестиций, руб.		100 000

На данном этапе мы не учитываем влияние налогов. Результаты для разного уровня ТИ (в % от стоимости портфеля) приведены в таблице.

	Транзакционные издержки (ТИ)							
	0,00%	0,15%	0,50%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
Срок, 10 лет								
Доход	183 942	180 128	171 408	159 374	136 736	115 892	96 715	79 085
Потери	0	3 814	12 534	24 568	47 206	68 050	87 227	104 857
в %	0,00%	2,07%	6,81%	13,36%	25,66%	37,00%	47,42%	57,01%
Срок, 20 лет								
Доход	706 231	684 719	636 623	572 750	460 441	366 096	286 968	220 714
Потери	0	21 513	69 608	133 481	245 790	340 135	419 263	485 518
в %	0,00%	3,05%	9,86%	18,90%	34,80%	48,16%	59,37%	68,75%
Срок, 30 лет								
Доход	2 189 230	2 098 219	1 899 256	1 644 940	1 226 768	906 266	661 226	474 349
Потери	0	91 011	289 974	544 289	962 462	1 282 964	1 528 004	1 714 881
в %	0,00%	4,16%	13,25%	24,86%	43,96%	58,60%	69,80%	78,33%

То есть при издержках более 2% инвестор теряет на больших сроках инвестирования свыше половины прибыли! И это еще до итогового налогообложения.

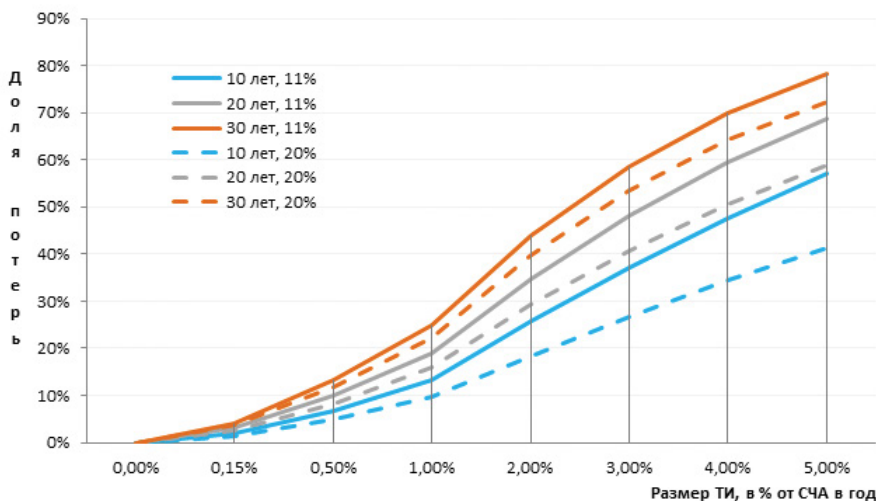
Увеличение абсолютных размеров доходности инвестирования не сильно меняет картину.

Инфляция	Реальная ставка	Общая доходность
11%	9%	20%
Начальная сумма инвестиций, руб.		100 000

По-прежнему не учитываем влияние налогов. Результаты приведены в таблице.

Транзакционные издержки (ТИ)								
	0,00%	0,15%	0,50%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
Срок, 10 лет								
Доход	519 174	511 477	493 853	469 468	423 384	380 683	341 144	304 556
Потери	0	7 696	25 321	49 705	95 790	138 491	178 030	214 618
в %	0,00%	1,48%	4,88%	9,57%	18,45%	26,68%	34,29%	41,34%
Срок, 20 лет								
Доход	3 733 760	3 639 046	3 426 615	3 142 942	2 639 303	2 210 560	1 846 076	1 536 654
Потери	0	94 714	307 145	590 818	1 094 457	1 523 200	1 887 684	2 197 106
в %	0,00%	2,54%	8,23%	15,82%	29,31%	40,80%	50,56%	58,84%
Срок, 30 лет								
Доход	23 637 631	22 763 418	20 842 916	18 367 531	14 237 064	11 006 465	8 484 988	6 521 177
Потери	0	874 214	2 794 715	5 270 100	9 400 568	12 631 166	15 152 644	17 116 454
в %	0,00%	3,70%	11,82%	22,30%	39,77%	53,44%	64,10%	72,41%

Влияние размера ТИ при различных сроках инвестирования и уровнях доходности



Итоговая для инвестора доходность в годовых до налогов для разного уровня ТИ представлена в следующей таблице.

ТИ	0,00%	0,15%	0,50%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
Итоговая доходность	11,00%	10,85%	10,50%	10,00%	9,00%	8,00%	7,00%	6,00%

Минимальным можно считать уровень издержек в 0,15% от размера портфеля в год для рядового инвестора, инвестирующего в самостоятельно формируемый индексный портфель.

Главным конкурентом сбережений на фондовом рынке является депозит. Необходимо отметить, что уровень депозитной доходности в долгосрочном периоде близок к размеру инфляции. Дополнительным и очень существенным плюсом для вкладчика в нашей стране является отсутствие налога на доходы по депозитным вкладам.

Вопрос на полях: не является ли это еще одним способом (в дополнение к низкой финансовой грамотности) отодвинуть население от владения настоящей собственностью – собственностью на средства производства – акциями?

Предсказуемость и линейный рост сбережений в депозитах делает этот инструмент очень комфортным. Доходность инвестиций на фондовом рынке, в первую очередь на рынке акций, должна превосходить в долгосрочном периоде доходность депозита.

Если принять, что согласно статистике, долгосрочная первичная (до вычета ТИ) доходность рынка акций (основного фондового индекса) с учетом дивидендов превышает доходность депозитов на 3-5%, то становится очевидным предельный уровень ТИ для инвестора.

Также необходимо оценить влияние на уровень итоговой доходности налогообложения доходов от операций с ценными бумагами.

Влияние налогов и срока их уплаты на результат инвестора

Приведем результаты инвестирования 100 000 руб. для разного уровня процентных ставок.

Инфляция	6%			11%		
Реальная ставка	5%			9%		
Общая доходность	11%			20%		
Срок, лет	30	20	10	30	20	10
Потенциальный доход	2 189 230	706 231	183 942	23 637 631	3 733 760	519 174
Доходность	11,00%	11,00%	11,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Потери при налоге 13% (ежегодно)	737 737	184 170	34 531	11 433 728	1 359 975	121 802
Доля потерь	33,70%	26,08%	18,77%	48,37%	36,42%	23,46%
Итоговая доходность	9,57%	9,57%	9,57%	17,40%	17,40%	17,40%

Инфляция	6%			11%		
Реальная ставка	5%			9%		
Общая доходность	11%			20%		
Срок, лет	30	20	10	30	20	10
Потери при налоге 13% (в конце срока)	284 600	91 810	23 912	3 072 892	485 389	67 493
Доля потерь	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%
Итоговая доходность	10,51%	10,33%	10,03%	19,45%	19,19%	18,62%

Как видим, влияние налога и срока его уплаты сильно влияют на итоговый результат. Потери инвестора от ежегодной уплаты налога на весь доход за год на долгих сроках в разы больше в сравнении с уплатой налога в конце срока инвестирования!

Такой значительный эффект дают так называемые налоговые каникулы, то есть возможность реинвестировать ежегодную прибыль с уплатой налога только в конце срока. При более высоких уровнях доходностей потери из-за ежегодного вывода средств на налоги увеличиваются до неприличных размеров.

Стоит отметить, что даже если инвестор не совершает операций с определенной акцией и, как следствие, не обязан по итогам года платить налог с курсового роста, то налог на дивиденды будет уплачен автоматически.

Если учесть, что доход портфеля от дивидендов составляет в среднем 30-40% от общей годовой доходности, то даже при отсутствии активных действий инвестор теряет существенные суммы, которые мог бы реинвестировать. Открытый паевой инвестиционный фонд (ОПИФ) обладает значительными налоговыми преимуществами: результат от операций с ценными бумагами и дивиденды не облагаются налогом, а налога на прирост стоимости пая при погашении можно избежать, продержав паи в собственности более трех лет. (Подробнее в материале «Какие налоги платит ПИФ? Как пайщику получать регулярный доход?»)

Несложно оценить преимущество ОПИФ (как формы управления портфелем) в сравнении с самостоятельным способом инвестиций в процентах от стоимости чистых активов (размер портфеля ценных бумаг фонда) в виде ТИ, которые инвестор мог бы выплачивать ежегодно за возможность получать налоговые каникулы, а в итоге и вообще не платить налог на доходы. Для этого достаточно сопоставить абсолютные размеры потерь инвестора от ТИ в первых таблицах с размером потерь от уплаты налогов.

Эквивалент ежегодных ТИ от СЧА.

Возможности паевого инвестиционного фонда	Уплата 13% при погашении паев в конце срока инвестирования	≈0,5%
	Использование налоговой льготы при удержании паев более 3-х лет	≈0,0%
Самостоятельное инвестирование	Ежегодная уплата 13% от дохода за год	≈1,5%
	Уплата 13% от дохода в конце срока инвестирования	≈0,5%

Следует отметить, что случай, указанный в нижней строке таблицы, когда инвестор при самостоятельном инвестировании уплачивает налог от всего дохода только в конце срока, на практике невозможен в силу приведенного выше примера (ежегодное получение дивидендов).

Вычисляем преимущество ОПИФ в процентах от стоимости чистых активов (СЧА).

	Эквивалент ежегодной потери от СЧА при уплате 13% при погашении паев (≈0,5%)	Эквивалент ежегодной потери от СЧА при использовании 3-летней льготы (≈0,0%)
Ежегодная уплата 13% от дохода за год (≈1,5%)	≈1,0% (1,5% - 0,5%)	≈1,5% (1,5% - 0,0%)
Уплата 13% от дохода в конце срока инвестирования (≈0,5%)	≈0,0% (0,5% - 0,5%)	≈0,5% (0,5% - 0,0%)

Округленно преимущество ОПИФа, как формы управления портфелем, в части уплаты налогов в долгосрочном периоде можно оценить в размере 0,5-1,0% ежегодных ТИ. Если общие ТИ ОПИФа меньше указанного размера, а эффективность управления одинаковая и равняется, например, среднерыночной, то рациональным поведением долгосрочного инвестора будет осуществлять сбережения посредством ОПИФа.

Активное управление: цели и риски

Цель активного управления – получение результата выше среднерыночного (упрощенно – результата основного фондового индекса акций, включающего дивиденды). Добиться этой цели можно двумя способами: игрой на колебаниях курсовой стоимости или формированием портфеля в долях, отличающихся от структуры фондового индекса (отсутствие определенных акций в индексе означает их долю, равную нулю).

Способ игры на колебаниях мы не рассматриваем, так как УК Арсагера не считает возможной эффективную игру на колебаниях в долгосрочном периоде.

В основе второго способа – кропотливый анализ деятельности всех эмитентов, возможных к приобретению в портфель, с целью формирования пула акций, обладающих средневзвешенной потенциальной доходностью, превышающей средневзвешенную потенциальную доходность акций из состава индекса.

Таким образом, если мы рассуждаем об осознанном и неслучайном процессе получения альфы (α – величина превышения результата фондового индекса), то это связано с серьезными трудозатратами в области фундаментальных исследований и скрупулезной аналитической работой как на уровне макроэкономики (прогноз уровня процентных ставок, величины инфляции, кросс-курсов валют, цен на сырьевых рынках, динамики ВВП и пр.), так и на уровне микроэкономики (прогноз экономических показателей деятельности конкретных компаний).

Споры о целесообразности предпринимаемых действий с целью получения α не утихают с момента изобретения индексных фондов, мы лишь отметим, что одним из основных видов услуги доверительного управления (если фонд не индексный) является деятельность управляющего с целью превзойти среднерыночный результат. В противном случае инвестору целесообразно вложить средства в индексный фонд.

Напомним статистику результатов участников рынка по сравнению с результатом индекса + дивиденды: 80% – хуже, 13% – равны, 7% – лучше. Случайный выбор управляющего приводит к вероятности не проиграть индексу в 20% (подробнее о причинах такой статистики см. в материале «Кто выигрывает на фондовом рынке?»). Поэтому большое количество инвесторов на развитых рынках в качестве приоритетного инструмента сбережений в акциях выбирают индексные фонды с минимальными ТИ.

Но фондовый рынок не может состоять исключительно из индексных фондов. Кроме того, у индексного инвестирования существует ряд существенных недостатков (см. материал «Индексный фонд. Выбор и смысл»). Также важным моментом являются результаты инвестирования в фонды, работающие с α в долгосрочном периоде.

Приведем результаты инвестирования для следующих вводных данных.

	Инфляция	Реальная ставка	Общая доходность
	6%	5%	11%
Начальная сумма инвестиций, руб.	100 000		

Приведем результат инвестиций для различных значений α до налогообложения.

	α							
	0,00%	0,15%	0,50%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
Срок, 10 лет								
Доход	183 942	187 803	196 995	210 585	239 457	270 722	304 556	341 144
α , руб.	0	3 860	13 053	26 643	55 515	86 780	120 614	157 201
в %	0,00%	2,10%	7,10%	14,48%	30,18%	47,18%	65,57%	85,46%
Срок, 20 лет								
Доход	706 231	728 303	782 058	864 629	1 052 309	1 274 349	1 536 654	1 846 076
α , руб.	0	22 072	75 827	158 398	346 078	568 118	830 423	1 139 845
в %	0,00%	3,13%	10,74%	22,43%	49,00%	80,44%	117,59%	161,40%

	α							
	0,00%	0,15%	0,50%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
Срок, 30 лет								
Доход	2 189 230	2 283 878	2 519 667	2 895 992	3 811 590	4 995 016	6 521 177	8 484 988
α, руб.	0	94 648	330 437	706 763	1 622 360	2 805 786	4 331 948	6 295 758
в %	0,00%	4,32%	15,09%	32,28%	74,11%	128,16%	197,88%	287,58%

Как видно из таблицы, небольшое, на первый взгляд, преимущество над рыночным результатом (индекс + дивиденды) дает очень существенный дополнительный доход, особенно при долгосрочных вложениях.

Сравним результаты работы четырех фондов для приведенных выше вводных данных. Фонд И – индексный фонд с минимальными ТИ.

	Эффективность управления	ТИ	Ежегодный результат к «индекс + дивиденды» (α)	Доход инвестора		
				10 лет	20 лет	30 лет
Фонд А	+6% к результату «индекс + дивиденды»	3,00%	+3,00%	270 722 +270%	1 274 349 +1 274%	4 995 016 +4 995%
Фонд Б	= «индекс + дивиденды»	3,00%	-3,00%	115 892 +116%	366 096 +366%	906 266 +906%
Фонд В	-2% к результату «индекс + дивиденды»	3,00%	-5,00%	79 085 +79%	220 714 +220%	474 349 +220%
Фонд И	= «индекс + дивиденды»	0,15%	-0,15%	180 128 +180%	684 719 +685%	2 098 219 +2 098%

По итогам 30 лет инвестирования разница дохода пайщика на вложенные 100 000 в фонд, который опережает ежегодно индекс на 3%, против фонда, который отстает на 3%, огромна: 5 млн против 900 тыс.! Доход фонда с результатом на 5% менее индексного (что фактически равняется инвестированию с доходностью депозита $11\% - 5\% = 6\%$ – уровень инфляции), всего 474 тыс., что в 10 раз меньше, чем у фонда с $\alpha = 3\%$.

Как мы уже не раз упоминали выше, инвестор вкладывает в акции с целью получить доходность, превышающую доходность депозита. Существует две стратегии, между которыми инвестор должен сделать выбор (безусловно, можно распределить средства и между этими двумя способами).

- Индексное инвестирование (основной фондовый индекс). В долгосрочном периоде прекрасно справляется с этой целью, необходимо лишь жестко контролировать ТИ, сопряженные с таким инвестированием. Идеальным инструментом для таких инвестиций является индексный фонд с минимальными издержками. Если общие ТИ не превышают 0,15% в год, то это однозначно выгоднее, чем самостоятельное индексное инвестирование. Преимуществом обладает и индексный фонд с общими ТИ, не превышающими 1%, но в этом случае в стоимость услуги входят выгоды от налоговых каникул. Если общие ТИ фонда превышают 1,5% — это

уже серьезный повод задуматься о сотрудничестве с такой управляющей компанией и, конечно, нужно отказаться от вложений в фонд с издержками 3% и более – долгосрочно инвестировать в такой фонд смысла нет!

- Активное управление. Расчеты убедительно показывают, что даже небольшое (2-4%) ежегодное преимущество над результатом индексного фонда дает потрясающий дополнительный доход на длительных сроках инвестирования. «Есть ли гарантированный способ получения альфы?» – однозначный ответ «НЕТ!», но можно создать условия (систему управления капиталом), при которых вероятность ее получения может быть более 50%. И, безусловно, она должна быть результатом определенного созидательного труда, как и любой товар или услуга, полезные человеку. То есть в долгосрочном периоде невозможно получать альфу случайным образом. Несмотря на очевидный вывод, многие пытаются (и будут пытаться) просто выиграть это преимущество, полагаясь на волатильную природу графиков.

В любом случае дееспособность системы управления капиталом (СУК) может продемонстрировать только репрезентативная статистика результатов управления, но и она не может быть гарантией аналогичных результатов в будущем.

Поэтому инвестор, выбирая второй путь – активное управление, должен разобраться и согласиться с идеологией, принципами и смыслом СУК, применяемой в таком фонде. Задать себе вопрос: «Делал бы он также, если бы выполнял эту работу самостоятельно?» И тогда можно обосновать дополнительную плату – ТИ фондов активного управления, как правило, выше ТИ индексного фонда, так как предполагают более сложную и трудоемкую работу. При этом должен быть ясен физический смысл, заложенный в СУК. Иначе говоря, необходимо понимать, почему множество акций, выбранных в портфель, превзойдет по динамике курсовой стоимости и дивидендам набор акций, входящих в индекс.

В противном случае подходы управляющих могут означать лишь попытку поиграть на колебаниях – на ваши деньги и за ваш счет. Часто трудозатраты по управлению портфелем носят холостой характер – лженаучная деятельность (например, технический анализ, астрология и пр.), тем не менее на это тратится время и подобный «труд» оплачивается из средств клиента. Помните: траты на ТИ имеют вероятность, близкую к 100%, вероятность же получения преимущества над среднерыночным результатом значительно ниже!

Отдельного рассмотрения заслуживает вопрос стоимости услуг, связанных с получением α . С одной стороны, это неценовой вопрос, так как альфа – это результат превышения уже за вычетом стоимости этих услуг (стоимость пая, динамику которого сравнивают, учитывает все расходы). Но с другой стороны, ТИ, например вознаграждение управляющей компании (ВУК), – это то, что однозначно повлияет на уменьшение размера α в будущем (и влияло в прошлом). Уровень ТИ и размер альфы связаны, а точнее – размер альфы

(а порой и само ее наличие) зависит от ТИ. Принцип «Чем лучше управляющий справляется с работой по получению альфы, тем дороже стоят его услуги» в этой части рыночных отношений не действует. Скорее наоборот: чем дешевле стоимость услуги, тем вероятнее и выше альфа для инвестора!

Также немаловажным моментом является уровень риска, который будет вынужден брать управляющий (точнее сказать: риск будут брать пайщики фонда) на портфель с целью получить альфу, так как чем больше ВУК, тем выше должен быть результат управления относительно результата «индекс + дивиденды».

Например, у двух фондов при одном и том же значении $\alpha = 3\%$ и прочих издержках в размере 1%, для фонда с ВУК = 1% результат должен превосходить индексный на 5%, а для фонда с ВУК = 3% уже на 7%. В большинстве случаев это означает, что уровень диверсификации (уровень пересечения портфеля с индексным) второго фонда будет значительно ниже, чем у первого, так как большая альфа, как правило, подразумевает и большее отклонение структуры портфеля от структуры индекса (подробнее см. «Клин Арсагеры», или Особый взгляд на диверсификацию активов»). Это означает, что и риск получения результата хуже рыночного также больше у второго фонда, то есть цена ошибки сильно возрастает, помимо того, что она в принципе увеличена на более высокий размер ВУК. Только четкая уверенность в высоких профессиональных качествах (или в умении творить чудеса?) может быть обоснованием такого высокого значения ВУК.

Попробуем оценить стоимость услуг по получению α . Какой размер ВУК можно считать приемлемым? Еще раз напомним, что инвестору необходимо предварительно изучить принципы и идеологию СУК фонда, а также получить характеристику результатов управления в сравнении с бенчмарком (индекс + дивиденды) на различных временных интервалах. Согласившись с СУК и получив устраивающий ответ по результатам, можно оценить размер ВУК. Так как альфа в будущем носит вероятностный характер, логично будет вычислить размер ВУК по формуле

$$\text{ВУК} = P\alpha * \Delta\alpha,$$

где $P\alpha$ – вероятность получения альфы;

$\Delta\alpha$ – размер альфы.

Вопрос оценки вероятности – отдельная тема для изучения. Можно исследовать предыдущие результаты конкретного фонда, а можно использовать общую статистику 7/13/80. Например, при ориентире по $\alpha = 5\%$, размер ВУК = $5\% * 7\% = 0,35\%$. В зависимости от трекрекордса (динамика паев в прошлом) фонда инвестор может посчитать приемлемой дополнительную премию к этому вознаграждению.

На наш взгляд, общий объем ТИ не должен превышать 3%, в противном случае в долгосрочном периоде инвестирование в акции становится бессмысленным в сравнении с депозитами.

Формула результата для инвестора

Выразим результат инвестирования в виде следующего равенства:

$$Z_{inv} = Z_{ind} \pm M_{\alpha} - \sum TI,$$

где Z_{ind} – результат «индекс + дивиденды»;

M_{α} – результат отставания/превышения курсовой динамики и дивидендных выплат портфеля инвестора (фонда) относительно результата «индекс + дивиденды»;

$\sum TI$ – сумма всех транзакционных издержек.

Значения могут быть выражены в процентах годовых (от суммы инвестиций). Также отметим, что результат спекуляций тоже можно выразить с помощью указанного выше равенства.

Оценивая эффективность осуществляемых инвестиций, необходимо обратить внимание на реалистичность выполнения в долгосрочном периоде следующего неравенства:

$$M_{\alpha} - \sum TI \geq -\min TI,$$

где $\min TI$ – минимальные издержки (ориентировочно 0,15% от СЧА в год).

То есть чем выше $\sum TI$, тем более высокий результат необходимо получить от СУК в виде M_{α} . Именно поэтому спекуляции и прочие попытки игры на колебаниях («плечи», «шорты» и пр.), которые неизбежно ведут к росту $\sum TI$, в долгосрочном периоде не в состоянии обеспечить результат, превосходящий «индекс + дивиденды». При этом интенсивность деятельности (частота сделок, размер «плеча» и пр.) лишь снижает вероятность преимущества, в долгосрочном периоде сводя ее к нулю.

Выше мы описали, сколь существенными результатами для инвестора оборачивается незначительное, на первый взгляд, преимущество над индексом. Зеркальный размер TI , кажущихся аналогично несущественными и легко «отбиваемыми», имеет схожее влияние на результат. И если крайне сложно обеспечить ежегодное долгосрочное преимущество над индексом в 3% (если бы это было просто, то откуда бы взялись такие увеличенные доходы?), то и также сложно «отскрести» у рынка потерянные 3% на TI !

Отдельно стоит отметить постоянный денежный остаток в портфелях некоторых инвесторов – деньги в долгосрочном периоде ухудшают результат портфеля (фонда), так как не самоувеличиваются. В этом случае требование к эффективности СУК дополнительно возрастает – необходимо лишь частью портфеля обеспечивать результат на весь размер инвестиций.

Составляющие и размер TI для инвестора

Затраты и ориентировочный размер приемлемых TI для инвестора фонда можно свести в таблицу.

	Затраты	Размер
1	Минимальные издержки (депозитарные расходы, брокерская комиссия за приобретение, абонентская плата)	0,15%
2	Минимальные трудозатраты и время на управление портфелем – знания и действия (формирование портфеля, реинвестиция дивидендов)	0,10%
3	Хранение и учет активов (специализированный депозитарий, регистратор). Повышенная надежность сохранности активов в ПИФе	0,05%
4	Налоговые аспекты	0,5-1,0%
5	Трудозатраты с целью получить альфу (результат лучше рыночного) – фундаментальный анализ, курирование портфеля, риск-менеджмент	0,3-0,7%
Итого (общие ТИ)		1,1-2,0%

По первым четырем пунктам можно оценить максимальные общие ТИ индексного фонда, которые составят 0,8-1,3%.

Прочие качественные характеристики работы доверительного управляющего (фонда)

В случаях, когда инвестор планирует воспользоваться услугами фонда активного управления, помимо доверия к СУК, применяемой при управлении портфелем, пайщику необходимо также убедиться в применении правильных алгоритмов в части риск-менеджмента.

- Независимость от действий других пайщиков. Ввод и вывод средств не должен приводить к существенному изменению структуры портфеля. В зависимости от размеров фонда ликвидность конкретной ценной бумаги должна определять её долю в портфеле.
- Риск существенного отклонения от среднерыночного результата. Структура портфеля должна иметь заданное пересечение со структурой общерыночного портфеля (частный случай – структура индекса), а лимиты на конкретные акции определены в соответствии с занимаемой долей в капитализации всего рынка акций. Подробнее – в упоминавшемся ранее материале «Клин Арсагеры» или особый взгляд на диверсификацию активов».
- Отсутствие или нивелирование конфликта интересов внутри финансовой группы, куда входит управляющая компания. Потери могут выражаться в завышенных тарифах обслуживающих организаций (брокер, депозитарий, регистратор).
- Отсутствие возможности злоупотреблений активами фонда: фронтранинг (опережение собственных сделок брокера или аффилированного к нему лица над сделками фонда с целью получить выгоду от последующих сделок самого фонда), «скидывание

токсичных» активов в портфель фонда (например, продажа предбанкротных облигаций и других активов по завышенным ценам) и пр. Подробнее о возможных злоупотреблениях читайте в материалах «Что нужно знать о доверительном управлении» и «Как исключить злоупотребления при доверительном управлении».

Выводы для инвестора

- Количество времени важнее количества денег. Чем раньше начнется процесс сбережения, тем лучше будут его результаты.
- Уровень ТИ имеет огромное значение. Нужно максимально внимательно относиться к его размеру и правильно оценивать.
- Эффект налоговых каникул при долгосрочных инвестициях весьма существенен, особенно если доходность портфеля превышает среднерыночную. При одинаковом качестве управления фонд как форма управления значительно выгоднее в плане налогообложения для клиента по сравнению с индивидуальным доверительным управлением (ИДУ).
- Лучший выбор при индексном инвестировании – фонд с минимальными ТИ.
- Даже небольшое ежегодное преимущество над результатом «индекс + дивиденды» в долгосрочном периоде дает кратное увеличение дохода.
- Выбор фонда с активным управлением требует серьезного изучения принципов его работы (в первую очередь системы управления капиталом) и анализа издержек при управлении. Эффективность рынка в долгосрочном периоде делает практически невозможным получение альфы для пайщика при высоком уровне ТИ (3% и более).
- Игра на колебаниях курсовой стоимости увеличивает ТИ и образует среднюю существенную (6% и более) долю денежных средств в портфеле, что негативно влияет на возможность получения результата даже на уровне индекса.
- Фонды, уровень ТИ которых 5% и более, с вероятностью, близкой к 100%, в долгосрочном периоде не смогут обеспечить доходность для клиента на уровне среднерыночной (индекс + дивиденды). Управляющие и инфраструктурные организации таких фондов просто...

Выводы для управляющей компании

- Фонд как форма управления портфелем обладает рядом существенных преимуществ для клиента, в первую очередь налоговых. Это фора для стоимости услуг управляющего по сравнению с затратами клиента при самостоятельном инвестировании.

- Только выполнение целей клиента – сбережение в акциях с результатом, превышающим доходность депозита в долгосрочном периоде – может позволить существовать и получать плату за услуги в долгосрочном периоде любой управляющей компании.
- Инвестиционный продукт должен вызывать доверие и уверенность у клиента в том, что его цели (результат выше депозита) в долгосрочном периоде будут выполнены, несмотря на волатильность такого инструмента как акции. Тогда инвестиции и сотрудничество с управляющей компанией будут долгосрочными и регулярными.
- Целью фонда акций с активным управлением может быть только преимущество над результатом «индекс + дивиденды». Чтобы предоставить клиентам качественный инвестиционный продукт, необходимо разработать, эксплуатировать и постоянно совершенствовать СУК, которая позволит формировать портфель фонда с более сильными фундаментальными характеристиками, нежели у индексного портфеля. Клиент должен сознательно согласиться с оплатой данной работы как с оплатой иной деятельности, в полезности которой он не сомневается (например, ремонт квартиры).
- Услуга доверительного управления должна быть выгодна клиенту в сравнении с самостоятельным формированием и управлением портфелем ценных бумаг (акций в первую очередь).
- Уровень ТИ выше определенных значений делает однозначно некачественным инвестиционный продукт (фонд) для клиента, в этом случае существование управляющего бессмысленно.
- Лучшим (и максимально честным) решением при отсутствии системы управления капиталом может быть только предложение клиентам индексного фонда с минимальными ТИ (<1%).
- Клиенту необходимо предоставить как можно более полную информацию о работе фонда и системе управления капиталом. Прозрачность, полнота отчетности и удобство ее получения должны быть максимальными. Маркером понятности работы фонда может служить пример работы индексного фонда.
- Чем больше СЧА фонда, тем сложнее получать альфу, так как пересечение с рынком естественным образом возрастает, а сложность перегруппировки портфеля становится выше. На первый план выходит ценовая конкуренция в области стоимости услуг или, иначе говоря, размера ТИ, только это может дать преимущество и интерес к продукту со стороны клиента. Положительным же моментом подобных «сложностей» для управляющей компании является большой абсолютный размер ВУК, несмотря на низкое относительное значение ВУК как % от СЧА.

P.S. Отдельного исследования заслуживает влияние ТИ на результат инвестиций в волатильный инструмент (акции). Предварительный анализ показывает, что влияние ТИ при волатильности акций дополнительно возрастает – возникает эффект, обратный описанному нами в материале «Волатильность может приносить доход! Но не спекулянтам!»



■ В рамках курса «Университет» следующим читайте материал 11.3. Оценка результатов управления.

Глава 11. Как выбрать управляющего

11.1. Доверить или работать самостоятельно?

После того как человек принял решение об инвестировании средств, перед ним встает очередной важный вопрос: самому принимать инвестиционные решения или доверить управление своими деньгами команде профессионалов.

Ниже мы постарались перечислить все возможные преимущества и недостатки самостоятельного инвестирования.

	Самостоятельное инвестирование	Инвестирование через УК
Преимущества	<p>Минимизация издержек, связанных с инвестированием (только комиссия брокеру и депозитарию)</p> <p>Отсутствие каких-либо ограничений на объекты инвестирования</p> <p>Самостоятельное принятие инвестиционных решений (психологическое)</p>	<p>Более выгодный режим налогообложения (ПИФ)</p> <p>Наличие системы управления активами</p> <p>Более тщательный анализ активов</p> <p>Возможность широкой диверсификации при небольших объемах инвестирования (ПИФ)</p> <p>Ликвидность пая может быть выше, чем ликвидность отдельного актива (ПИФ)</p>
Недостатки	<p>Невозможность такого же качественного анализа активов, как в случае с УК</p> <p>Необходимость тратить большое количество времени для качественного анализа активов</p> <p>Некомфортный режим налогообложения</p>	<p>Комиссия за управление УК</p> <p>Дополнительные комиссии инфраструктурным организациям (для ПИФ: спецдепозитарий, регистратор)</p> <p>Наличие некоторых ограничений на объекты инвестирования (в случае ПИФа) для обеспечения ликвидности и диверсификации вложений (УК Арсагера не считает это недостатком)</p>

Теперь давайте взвесим некоторые «за» и «против» более подробно.

Минимизация издержек. На первый взгляд наиболее очевидным преимуществом самостоятельного инвестирования является минимизация издержек. При самостоятельном инвестировании инвестор не оплачивает административные расходы фонда и не платит комиссию управляющей компании (в случае с ПИФом стоимость пая автоматически уменьшается на величину указанных расходов).

Однако при самостоятельном инвестировании сделки совершаются через брокера, которому за совершение сделок уплачивается комиссия. Действительно, если совершать сделки один раз в несколько лет, то при отсутствии абонентской платы за ведение брокерского счета, такой вариант инвестирования будет выгоднее, с точки зрения минимизации издержек. Однако при регулярных ежемесячных инвестициях уплачивается минимальная комиссия и взимается плата за депозитарное обслуживание.

Особенно эти расходы чувствительны при небольших вложениях, например 3-5 тыс. руб. Подробнее о влиянии издержек на результаты читайте в материале «Транзакционные издержки и их влияние на результат инвестирования. Формула стоимости услуг доверительного управления».

Так как доход брокера напрямую зависит от оборота, который делают его клиенты, вся маркетинговая активность брокера направлена на увеличение объема сделок его клиентов. Брокеры стремятся получить 5-10% от размера вложений клиента в течение года. С этой целью выпускают аналитические материалы, предлагают покупать акции в кредит, бесплатно или за деньги обучают техническому анализу (см. «На кого работает «технический анализ»?», «Кто выигрывает на «плечах» и «шортах»?»).

Необходимо обладать колоссальной волей, фундаментальными знаниями в экономике и пониманием, как необходимо правильно управлять портфелем, чтобы не поддаваться на все эти искушения брокеров. В противном случае инвестиции превращаются в спекуляции, попытку играть на колебаниях курса и в конечном итоге приводят к потерям.

Отсутствие ограничений на объекты инвестирования. Вторым преимуществом самостоятельного инвестирования является отсутствие ограничений на объекты инвестирования. Для ПИФов установлен ряд ограничений на состав и структуру активов (например, требование об обязательной диверсификации портфеля).

Эти ограничения были наложены государственным регулятором с целью защиты интересов пайщиков и минимизации рисков (ограничения на объекты инвестирования при индивидуальном доверительном управлении (ИДУ) регламентируются внутренними документами компании и в меньшей степени регулятором). Подобные требования в определенной степени ограничивают и инвестиционные возможности.

В случае самостоятельного инвестирования никаких ограничений на состав и структуру активов вашего инвестиционного портфеля не устанавливается. Однако для осуществления инвестиций в высокорискованные и низколиквидные активы необходимы знания, опыт и существенные финансовые возможности. Иначе такие самостоятельные инвестиции могут привести к большим потерям.

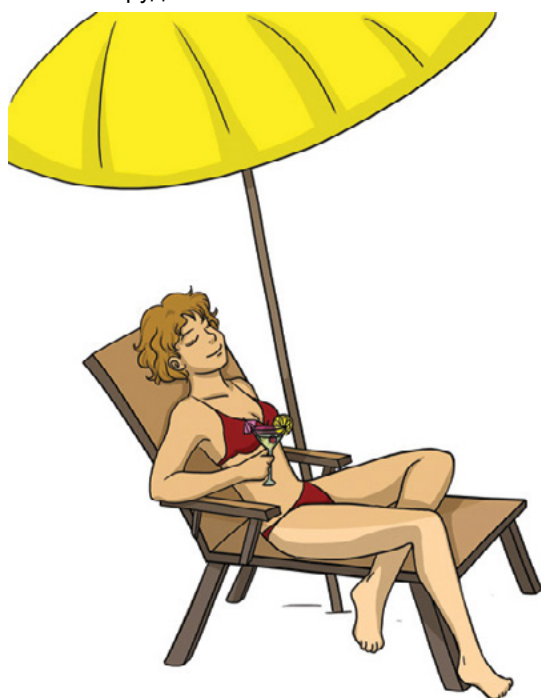
Некомфортный режим налогообложения. В случае самостоятельного инвестирования довольно существенным минусом является действующая практика налогообложения доходов, полученных на фондовом рынке. Налоги по доходам от сделок с ценными бумагами уплачиваются ежегодно. В случае паевого инвестиционного фонда, согласно действующему законодательству, сам фонд налог на прибыль не платит, а обязательства по уплате налога на доходы физических лиц (или налога на прибыль для юридических лиц) возникают только тогда, когда инвестор гасит или продает паи. Похожая ситуация с налогообложением дивидендных выплат. При самостоятельном

инвестировании налоги с дивидендов удерживаются в момент выплаты – инвестор получает доход за вычетом налогов. Дивиденды по акциям в составе ПИФа поступают в состав имущества фонда в полном объеме и реинвестируются. Подробнее об этом в материале «Какие налоги платит ПИФ? Как пайщику получать регулярный доход?».

Принятие инвестиционных решений – крайне трудоемкий процесс. Необходимо проведение глубокого всестороннего анализа всех доступных на рынке активов. Один человек будет просто не в состоянии анализировать все обращающиеся на рынке активы с тем же качеством, с каким это делает профессиональная команда. Кроме того, при самостоятельном управлении есть большой соблазн скатиться от инвестирования в предприятия, привлекательные своей экономикой, к краткосрочным спекуляциям на изменении курса.

Взвесив все «за» и «против», вам необходимо принять решение, как осуществлять инвестиции – «напрямую» через брокера или воспользовавшись услугами профессионального управления.

Если вы считаете себя достаточно квалифицированным инвестором, то выбрать брокера с учетом ваших инвестиционных предпочтений не составит никакого труда.



11.2. Как выбрать инвестиционный продукт

Основная услуга управляющей компании – это подход к выбору активов для инвестиций. Наш подход описан в главе «Управление капиталом в УК Арсагера». Однако этот продукт может быть «упакован» в разном виде. Наиболее привычные виды «упаковки» – это паевые инвестиционные фонды (ПИФы) и индивидуальное доверительное управление (ИДУ).

ПИФ является коллективной формой инвестирования, когда средства большого количества инвесторов объединяются в одном фонде. Это позволяет даже небольшим инвесторам становиться собственниками крупных предприятий и иметь диверсифицированный портфель ценных бумаг.

Услуга ИДУ заключается в формировании инвестиционного портфеля в соответствии с предпочтениями конкретного клиента. В отличие от ПИФа, где владельцами портфеля ценных бумаг являются все пайщики фонда в той пропорции, в которой они владеют его паями, портфель ценных бумаг клиента ИДУ принадлежит только учредителю управления.

Основные отличия ПИФа и ИДУ

	ИДУ	ПИФ
Мера риска	Есть возможность самостоятельно составить инвестиционную декларацию – определить свою индивидуальную меру риска и в последующем изменять ее	Приобретая пай фонда, инвестор присоединяется к уже установленной инвестиционной декларации. Мера риска выбирается в момент выбора ПИФа и не меняется по воле пайщика
Круг инструментов инвестирования	Ограничения на состав и структуру активов более мягкие по сравнению с ПИФа, что обуславливает большие риски и большие инвестиционные возможности	Жесткие законодательные ограничения на состав и структуру активов ПИФов с целью защиты интересов пайщиков и снижения их рисков
Принципы вознаграждения УК	Success fee – процент от дохода, получаемого учредителем управления. Management fee – процент от стоимости активов инвестиционного портфеля	Надбавки/скидки при приобретении/погашении паев фонда. Процент от активов ПИФа
Величина средств, передаваемых в управление	Минимальная сумма, передаваемая в ИДУ, начинается от нескольких миллионов рублей	Минимальная сумма приобретения паев может начинаться от 1 тыс. руб.
Налогообложение (для физических лиц)	Налоги на дивиденды и по доходам от сделок с ценными бумагами уплачиваются ежегодно	Необходимость уплачивать налог на доходы физических лиц возникает только при погашении паев

	ИДУ	ПИФ
Налогообложение (для физических лиц)	При владении определенным пакетом акций более 3-х лет возникает налоговая льгота	Обмен паев между фондами (например, в целях ребалансировки портфеля) не приводит к появлению налоговой базы в момент обмена. При владении паями открытых фондов более 3-х лет возникает налоговая льгота
Владелец портфеля	Владельцем портфеля является конкретный учредитель управления	Владельцами портфеля ПИФа являются все пайщики фонда в той пропорции, в которой они владеют паями. Иногда это вызывает риски «размытия доли», когда крупные приобретения/погашения паев ПИФа могут привести к ухудшению потенциального результата управления. Данные риски характерны для фондов с небольшой СЧА и минимизируются по мере увеличения размера фонда
Хранение активов	Ценные бумаги хранятся в рамках депозитария брокера, в котором открыт брокерский счет для доверительного управления. Как следствие, хранение активов подвержено риску, связанному с деятельностью данного брокера	Ценные бумаги хранятся в специализированном депозитарии. Если специализированный депозитарий является независимой организацией и не аффилирован с какой-либо финансово-промышленной группой, его деятельность не подвержена рискам, связанным с брокерской деятельностью или деятельностью аффилированных структур

Высокая стартовая сумма для ИДУ создает ощущение некой привилегированности данной «упаковки». Мы настаиваем на том, что главная услуга управляющей компании – это система принятия инвестиционных решений (система управления капиталом).

Клиенты ПИФов и ИДУ получают единое качество управления. Хит-парад, который составляется аналитическим подразделением, является единым и используется как при управлении ПИФа, так и индивидуальными портфелями.

Различия касаются минимальной суммы, налогообложения, принципов расчета вознаграждения, возможности настраивать меру риска. Но практика показывает, что такая возможность нужна очень узкому кругу инвесторов. Например, для работы со вторым и третьим эшелонам. Это, пожалуй, единственное значимое различие. Поэтому смешно выглядит пожелание клиента, имеющего достаточную сумму для ИДУ, составить ему «такой же портфель как в смешанном фонде».

Следует с подозрением относиться к компаниям, обещающим более высокое качество управления клиентам ИДУ по сравнению с ПИФами. Результаты управления ПИФом документально зафиксированы, проверены независимыми лицами и публичны. Заявления о фантастических результатах в ИДУ – это всего лишь слова, которые нельзя ни проверить, ни подтвердить. ПИФ – это витрина любой управляющей компании. Любой продавец всегда стремится держать на витрине лучший товар.



Часто любят говорить об ограничениях, которые есть в ПИФах и которых нет в ИДУ. Надо сказать огромное спасибо регулятору за эти ограничения. За то, что эти ограничения защищают пайщиков от «шортов», «плечей» и спекуляций на срочном рынке.

УК Арсагера рекомендует клиентам (даже при наличии суммы достаточной для ИДУ) использовать ПИФы. Во-первых, портфели ПИФов лучше диверсифицированы. Во-вторых, в силу особенностей налогового режима, в портфелях ПИФов ребалансировка проводится при меньших отклонениях долей активов от модельной структуры.

▲ В рамках курса «Школа» следующим читайте материал 14.10. Средства в управлении.

11.3. Оценка результатов управления

Когда управляющая компания оказывает услугу по доверительному управлению Вашими финансами, основным показателем ее работы является доходность инвестиционного портфеля. Но как по результату оценить качество управления?

Сотрудничая с управляющей компанией, вы выступаете «заказчиком» и поэтому важно знать, как принять работу и оценить ее качество. Допустим, клиент передал в управление деньги для инвестиций в акции. За отчетный период его портфель вырос на 30%. Это может показаться очень хорошим результатом, если клиент будет его сравнивать с банковским депозитом (где он мог получить только 5-7%). Но если за то же время рынок акций в целом вырос на 60% — это уже не такой впечатляющий результат.

Рассмотрим другую ситуацию: рынок акций упал на 30%, а портфель клиента за тот же период упал только на 10%. На самом деле это потрясающе хороший результат управления, однако вряд ли так будет думать клиент, продолжающий его сравнивать с банковским депозитом.

Ключевая причина — это выбор правильного критерия для оценки. Очевидно, что банковский депозит не совпадает по своим характеристикам с вложением в акции и поэтому не годится для сравнения. Общее изменение рынка акций в этом случае гораздо более адекватный критерий для оценки качества. Для оценки ситуации на фондовом рынке используются индексы. Они рассчитываются на основе изменения цен на активы (акции и облигации), которые торгуются на бирже. В мире наиболее известными рыночными (биржевыми) индексами являются американские индексы Dow-Jones и S&P500. На российском рынке наиболее часто используются индексы Московской Биржи. Индекс Cbonds характеризует российский рынок облигаций.

Методы, используемые в УК Арсагера для оценки результатов управления, основаны на постулате инвестирования: качество результатов управления познается в сравнении с рынком, а основное различие заключается в способе вычисления среднерыночного изменения цен.

Индекс — это виртуальный инвестиционный портфель, составленный из наиболее репрезентативных инвестиционных инструментов, обращающихся на рынке. Например, в индексе МосБиржи доля конкретной акции зависит от рыночной капитализации (free-float), а изменение значения индекса отражает средневзвешенное изменение цен на рынке. Один из способов оценки результатов управления заключается в сравнении полученной доходности с соответствующим индексом, либо сочетанием индексов, в зависимости от структуры ваших инвестиций.

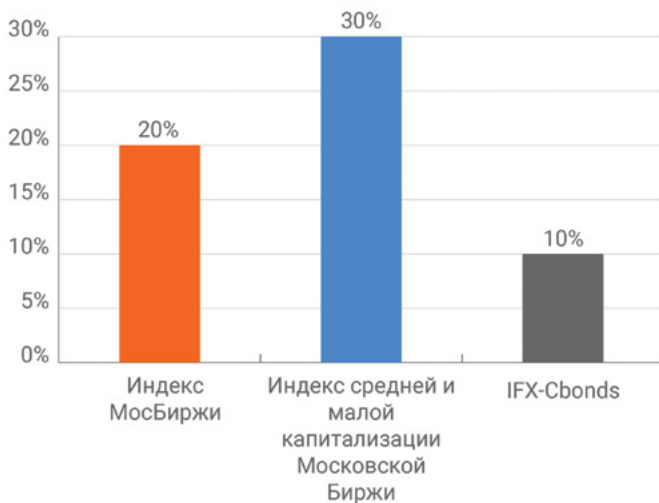
На этом в УК Арсагера основан метод упрощенной оценки результатов по индексам. Суть метода заключается в сравнении полученного результата с изменением взвешенного сочетания индекса МосБиржи (отражает поведение

акций первого эшелона), индекса средней и малой капитализации Московской Биржи и Cbonds (дает оценку средней доходности на рынке облигаций) за тот же период. Вес каждого индекса вычисляется согласно ограничениям, установленным инвестиционной декларацией.

Например, если инвестиционный портфель, состоящий из акций и облигаций, имеет структуру:



а индексы за период показали следующую динамику:



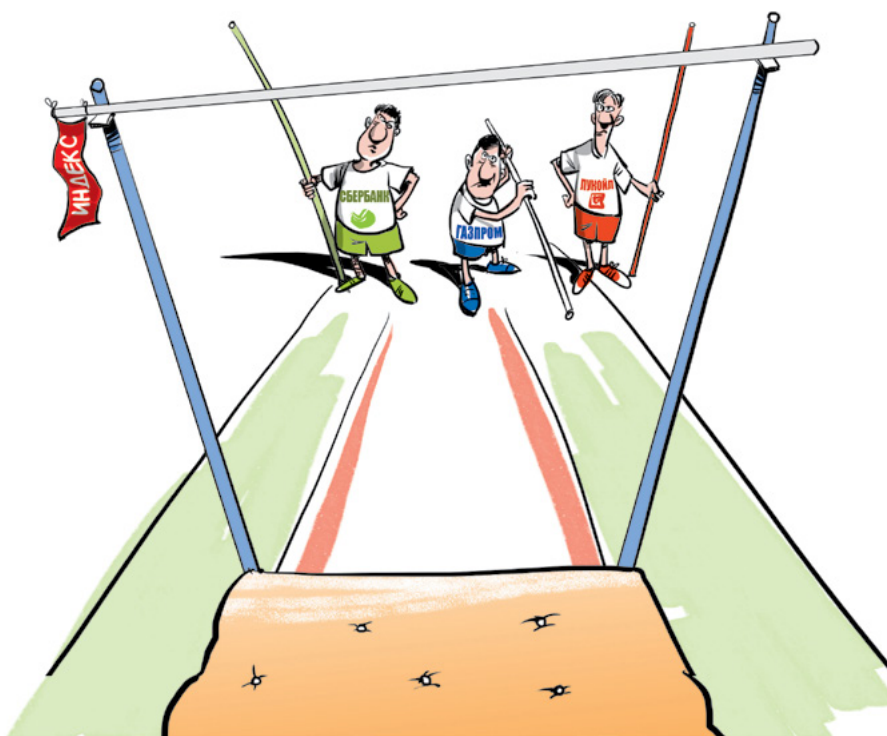
то результат управления сравнивается с показателем, который рассчитывается по формуле:

$$\Delta I = 30\% * \Delta(\text{Индекс МосБиржи}) + 30\% * \Delta(\text{Индекс средней и малой капитализации Московской Биржи}) + 40\% * \Delta(\text{IFX - Cbonds}) = 19\%.$$

Достоинством вышеприведенного метода является относительная простота вычисления показателя, с которым сравнивается результат, полученный по портфелю. К недостаткам можно отнести приблизительность такой оценки, поскольку любой биржевой индекс отражает поведение только ограниченной выборки обращающихся на рынке активов.

Помимо бенчмарков, которые иллюстрируют только итоговый результат, наша компания предоставляет клиентам отчет MARQ (Measurement Arsagera Reallocation Quality), который содержит информацию об эффективности совершенных в отчетном периоде переключений из одних активов в другие.

■ В рамках курса «Университет» следующим читайте материал 11.5. Что нужно знать о доверительном управлении.



11.4. MARQ – оценка качества управления капиталом

Одним из важнейших аспектов доверительного управления является оценка качества управления. Девятый постулат инвестирования нашей компании гласит: «Качество результатов управления познается в сравнении с рынком». Самая распространенная характеристика поведения фондового рынка – это индексы. На российском рынке наиболее часто используются индексы Московской Биржи.

Построение и использование рыночных бенчмарков

Задача корректной оценки результатов управления осложняется несколькими причинами. Во-первых, ключевые российские индексы акций несовершенны. Например, индекс РТС рассчитывается в долларах США, а значит, изменение такого индекса помимо движения цен на акции отражает еще и изменение курса доллара. Во-вторых, любой биржевой индекс отражает поведение лишь ограниченной выборки среди обращающихся на рынке ценных бумаг. Кроме того, эти бумаги еще и отобраны в определенных пропорциях в соответствии с предпочтениями составителей индекса. Поэтому для оценки качества управления сравнивать изменения индекса и конкретного портфеля не совсем корректно, так как каждый портфель индивидуален и может состоять в разных пропорциях из акций и облигаций различных групп риска. Поэтому чтобы получить корректное сравнение доходности портфеля с доходностью рынка, для каждого портфеля необходимо составлять индивидуальный индекс – рыночный бенчмарк.

Для построения бенчмарков мы анализируем среднее поведение всех возможных активов, которые могли быть приобретены в равных долях в портфель в рамках инвестиционной декларации. Это позволяет получить действительно среднее значение, отражающее поведение рынка в отчетном периоде. Превышение доходности портфеля над доходностью бенчмарка является, по нашему мнению, показателем эффективности действий управляющей компании.

Помимо бенчмарков, которые иллюстрируют только итоговый результат, наша компания представляет клиентам отчет MARQ (Measurement Arsaqera Reallocation Quality), который содержит более детальную информацию об эффективности управления.

Пассивное и активное управление портфелем ценных бумаг. Сравнение данных подходов в рамках MARQ

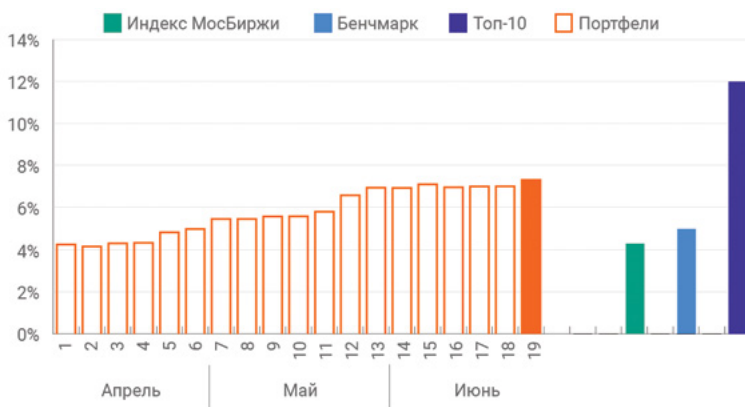
Существует два подхода к инвестированию.

1. Стратегия пассивного инвестирования, которая заключается в том, что портфель формируется на первичном этапе, и структура портфеля остается неизменной в течение определенного периода (наиболее близкий пример – индексный портфель).
2. Активное управление, то есть периодическое совершение сделок с целью превзойти индекс. При активном управлении, в свою очередь, существуют два крайних способа работы. Первый – это ежедневные спекуляции и игра на колебаниях в попытке обогнать индекс. Второй способ заключается

в стремлении сформировать портфель, состоящий из такого множества активов, которое в среднем будет показывать доходность лучше, чем множество активов, входящих в индекс. Такой способ применяется в работе УК Арсагера.

Приведенные в отчете MARQ графики позволяют вам сделать вывод о том, насколько эффективным было активное управление портфелем по сравнению с пассивной стратегией. Хотелось бы отметить, что MARQ является универсальной системой оценки качества любой системы управления капиталом и может применяться для оценки качества управления любым портфелем.

Эффективность изменения состава и структуры портфеля



На графике представлены столбики отчета MARQ за квартал. Методика построения каждого столбика следующая.

1. На конец отчетного периода оценивается стоимость гипотетического портфеля, сформированного по итогам торгового дня, в котором были осуществлены сделки с активами или перекладки из одних активов в другие.
2. Количество гипотетических портфелей в отчетном периоде равняется количеству дней, в которые осуществлялись операции с активами.
3. Высота столбика обозначает относительную разницу между стоимостью гипотетического портфеля и фактической стоимостью портфеля на начало периода.
4. Высота последнего (оранжевого) столбика соответствует фактическому результату портфеля.
5. Результаты изменения стоимости эталонных портфелей приведены в правой части диаграммы (зеленый, голубой и фиолетовый столбики).

То, насколько правильным было решение управляющего продать в отчетном периоде один актив и купить вместо него другой, можно понять, сравнивая между собой высоту соседних столбиков. Общий наклон линии, проведенной по вершинам столбиков, характеризует то, насколько эффективными в итоге оказались действия управляющей компании.

Зеленый столбик «Индекс МосБиржи» показывает, какой был бы результат портфеля, если бы его структура полностью повторяла структуру этого индекса на выбранном временном окне. Темно-синий столбик «Топ» (крайний справа на графике) показывает, каков был бы результат портфеля, если бы управляющая компания в начале отчетного периода выявила ряд акций, максимально выросших в отчетном периоде, и сформировала из них инвестиционный портфель. Так как заранее выбрать акции, которые вырастут по итогам отчетного периода больше всех, практически невозможно, то этот столбик показывает максимальную границу доходности, к которой необходимо стремиться. Голубой столбик «Бенчмарк» демонстрирует результат гипотетического портфеля, повторяющего структуру индивидуального рыночного бенчмарка.

Оценить эффективность действий управляющей компании можно по двум критериям.

1. Динамика оранжевых столбиков от первого к последнему (возрастающая или убывающая). Возрастающая динамика говорит о том, что активное управление оказало положительное влияние на результат.
2. Высота последнего (оранжевого) столбика относительно столбиков индекса (зеленого) и бенчмарка (голубого). Если он выше, то это означает, что управляющая компания смогла превзойти индекс и рыночный бенчмарк на рассматриваемом периоде управления.

Использование этих графиков позволяет вам оценить эффективность применения активной стратегии управления, при которой управляющая компания совершает операции с целью поддержания в составе портфеля клиента активов с максимальной потенциальной доходностью.

Выводы

- MARQ – это универсальная система оценки качества любой системы управления капиталом, которая может дать представление о целесообразности действий управляющего.
- Эффективность активной стратегии управления подтверждается положительной динамикой столбиков на графиках и превышением результата портфеля над результатами индекса и бенчмарка.
- Если на графиках наблюдается обратная тенденция и результат управляющего хуже значения рыночного бенчмарка на протяжении длительного периода времени, то стоит задуматься о целесообразности такого доверительного управления.

Наша компания готова предоставить технологию MARQ в свободное использование любому финансовому институту при условии сохранения оригинального названия и указания правообладателя. Для этого необходимо обратиться в компанию.

◆ В рамках курса «Аспирантура» следующим читайте материал 11.9. Финансовые коэффициенты фондов.

11.5. Что нужно знать о доверительном управлении

*Если не выносить сор из избы, то в избе будет грязно.
Наблюдение*



Мы долго сомневались, стоит ли публиковать этот материал, не усугубит ли он и без того непростую ситуацию в отрасли по управлению капиталом, но в конечном итоге пришли к выводу, что только рассказывая правду, можно изменить ситуацию в лучшую сторону. Мы расскажем о возможных злоупотреблениях при доверительном управлении и о том, как можно защититься от них.

Занижение (доходности) результатов управления

Это манипуляции с активами, изменяющие фактическую доходность портфеля. Например, по портфелю клиента удастся получить хорошую доходность 80-100% (благодаря росту рынка или благодаря правильному выбору активов управляющим, или просто в результате спекуляции, которая по счастливой случайности оказалась удачной). Но после этого может появиться идея: а зачем ему (клиенту) так много, он и от 40% будет «прыгать до потолка». Ведь в банке он все равно больше 10% не получит. После этого проводится ряд убыточных сделок, и «лишний» результат оседает на счете нужной компании-«прокладки».

Сброс на клиента «плохих» активов

Это частный случай занижения результатов управления. Если компания при управлении собственными средствами приобрела неудачные активы, то

возникает соблазн «перекинуть» их на клиента. Естественно, «законным» путем: не напрямую, а через «прокладку». Это, например, бывает с облигациями, по которым ожидается дефолт, но клиент этого еще не знает, а компания уже в курсе (особенно если она же выступала организатором размещения этих облигаций и хорошо знает экономическую ситуацию у заемщика).

Завышение (доходности) результатов управления

Технически это те же самые манипуляции с активами, только «в плюс» клиенту. Кажется нелепым? Все очень просто: клиенту рисуют красивую доходность на начальном этапе сотрудничества для того, чтобы стимулировать его «добавить» денег. Потом эти деньги забирают, иногда вместе с деньгами клиента. А еще это может быть связано с получением дополнительной комиссии «за хороший результат».

Иногда такую тактику применяют ПИФы, особенно молодые, для раскрутки, когда посторонних клиентов еще мало и большинство паев принадлежат собственнику, тесно связанному с управляющей компанией. ПИФ проводит «выигрышные» сделки с компанией-«прокладкой». Собственник практически всех паев как бы «выигрывает» деньги у компании-«прокладки» (в которой тоже его деньги) в пользу ПИФа. Реальных потерь он при этом не несет – деньги просто перетекают из одного кармана в другой. На графике это выглядит как впечатляющий результат управления. Однако при внимательном изучении видно, что изменение стоимости пая при таких манипуляциях вообще не совпадает с динамикой фондового рынка (индексов).

Манипуляции ценами на акции

Для описанных выше махинаций, как правило, выбираются низколиквидные акции «третьего-четвертого» эшелона, по которым очень велика разница между ценой спроса и предложения (спрэд). Тогда манипулятивную сделку можно провести «внутри» спреда. Если вы увидели в своем портфеле сделку, совершенную с такими бумагами, это точно повод потребовать разъяснений. Иногда сделка и не проводится: для получения комиссии управляющий сам (своими деньгами) может «нарисовать» котировку по таким бумагам к концу отчетного периода.

Использование средств клиентов для манипуляций ценами на акции (front-running)

Первый вариант: купить низколиквидных акций, «разогнать» их стоимость, рисуя большой потенциал роста в своих аналитических обзорах, и перепродать в портфели клиентам существенно дороже.

Второй (более мягкий) вариант: купить акции, а для «разгона» их стоимости использовать средства клиентов.

Возможность сотрудников управлять личными портфелями тоже создает широкий спектр конфликтов интересов, например соблазн использовать информацию о сделках клиента в личных целях.

Конфликт интересов: андеррайтер – управляющий

В крупных финансовых группах (ФГ) обычно представлен широкий спектр возможных услуг. Это приводит к конфликту интересов между подразделениями. Например, ФГ организует размещение акций или облигаций (IPO). В ходе размещения эти ценные бумаги очень часто попадают в портфели клиентов по доверительному управлению, и неважно, выгодно это для клиента или нет.

Когда ФГ выступает организатором размещения, ее задача продать ценные бумаги как можно дороже. Когда ФГ управляет портфелем клиента, ее задача купить акции как можно выгоднее (то есть дешевле). К сожалению, встречаются совершенно безобразные случаи, когда перед IPO организаторы рисуют фантастические перспективы, «вдувая» акции клиентам, а через несколько месяцев после IPO уменьшают свою оценку стоимости акций в разы. И им наплевать на клиентов, купивших эти акции по высоким ценам – они получили свою комиссию от компании, выпускавшей акции.

Конфликт интересов: брокер – управляющий

Если ФГ одновременно предоставляет брокерские услуги и услуги по управлению капиталом, то возникает другой конфликт интересов. Вознаграждение брокера зависит от того, как часто клиент совершает сделки. Его задача максимально стимулировать клиента к совершению сделок. Задача управляющего – минимизировать расходы клиента при управлении и совершать сделки как можно реже – только когда это действительно выгодно для клиента.

Необоснованные сделки при доверительном управлении

Описанная ситуация хорошо объясняет, почему в некоторых компаниях очень любят закреплять каждый портфель за «индивидуальным» управляющим, который является убежденным спекулянтом и искренне верит в то, что совершая 200-300 сделок в день, приносит «пользу» клиенту. Зачастую это ведет к нелепытым ситуациям: в рамках одной компании в некоторых портфелях акции Газпрома могут продаваться, а в других покупаться, потому что управляющие этими портфелями имеют разную точку зрения на эти акции (и у них это считается нормальным). Брокер при этом очень доволен.

Конфликт интересов: минимальная гарантированная доходность (МГД)

Законодательство не запрещает принимать средства по индивидуальным договорам доверительного управления с минимальной гарантированной доходностью. Более того, для пенсионных резервов НПФов минимальная гарантированная доходность логично вытекает из действующего законодательства.

Само по себе это не является злоупотреблением, но ведет к ситуации, когда у компании появляются портфели «разного сорта». Особенно остро этот конфликт интересов проявляется в ситуациях, когда по портфелям с МГД получены убытки. Возникает соблазн компенсировать эти убытки, за счет портфелей, где нет МГД.

Парадоксально, но даже портфели с МГД не особо защищены. В отличие от банков, где строго отслеживается достаточность собственного капитала для покрытия обязательств, управляющая компания может выдать любой объем гарантий. Если вам предлагают доверительное управление с МГД, поинтересуйтесь размером собственного капитала управляющей компании и объемом средств, принятых на условиях МГД. А заодно постарайтесь узнать, какой объем средств на условиях МГД компания планирует привлечь в будущем (пока Вы будете ее клиентом).

Вольная трактовка результатов доверительного управления

Если клиент при передаче средств в управление нечетко определил меру риска, управляющий сможет обосновать любой результат своей работы, свободно перемещаясь по всему полю «риск – доходность» и утверждая, что высокая доходность получена при минимальном риске, а низкая доходность – результат высокой надежности. На деле высокая доходность может означать, что клиент реально нес высокий риск, а управляющий его об этом не предупредил. В другом случае низкая доходность может объясняться плохой работой управляющего, а не высокой степенью надежности.

«Эффект храповика» при выплате вознаграждения управляющей компании

Вознаграждение управляющей компании обычно состоит из двух частей:

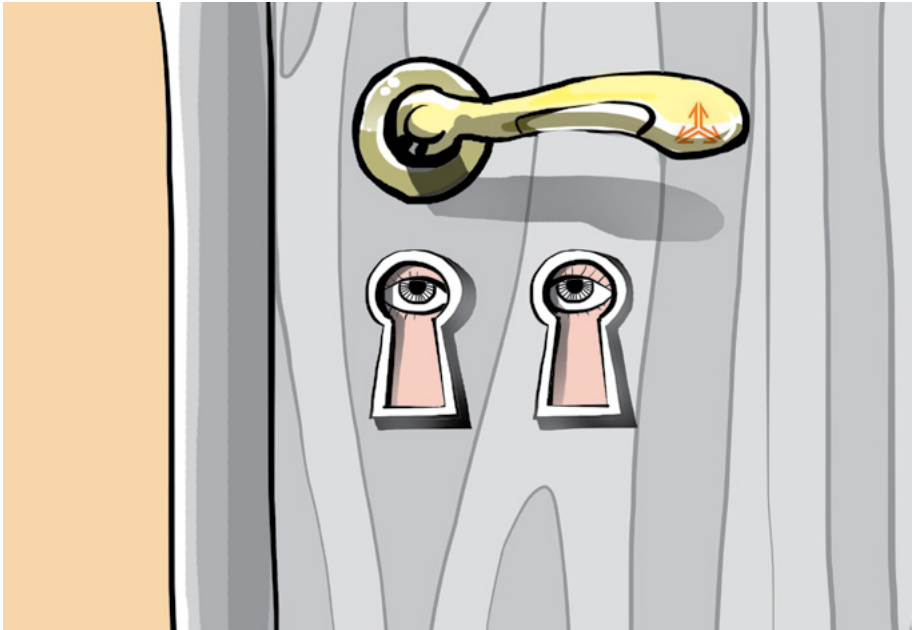
1. фиксированный процент от объема портфеля;
2. процент от результата.

Иногда во второй части возникает «эффект храповика». Портфель растет – взимается вознаграждение, портфель падает – нет. Но когда портфель снова начинает расти, то с этого роста опять берется вознаграждение. И так может повторяться много раз. Возникает забавная ситуация: портфель клиента практически не изменился, а он заплатил управляющему огромную комиссию за результат. Необходимо проверить в договоре условие о том, что комиссия за результат выплачивается только в случае превышения предыдущей максимальной стоимости портфеля.

Возможно, мы перечислили не все способы. Если вы знаете другие – напишите нам о них. Мы дадим свой комментарий и проанализируем возможные пути защиты.

11.6. Как исключить злоупотребления при доверительном управлении

*«За закрытыми дверями многое можно скрыть,
поэтому у нас их нет».*



Итак, ранее мы подробно описали варианты злоупотреблений при доверительном управлении. Неконструктивно обозначить проблему и не предложить решения. На примере системы, действующей в УК Арсагера, расскажем, что мы придумали, чтобы защитить клиента от подобных ситуаций. Кто-то обвинит нас в том, что это реклама. Возможно, это отчасти и так – нам есть чем гордиться. Гораздо хуже лицемерие, когда кто-то предлагает решение, но сам его не использует. А что касается рекламы, то вы можете использовать наши технологии, не являясь нашим клиентом и не платя нам ни копейки. Предложите своей УК использовать приведенные здесь решения и закрепите это в договоре индивидуального доверительного управления. Мы надеемся, что это повысит стандарты деятельности в нашей отрасли.

Концентрация и независимость

Исключительным видом деятельности УК Арсагера является управление капиталом. Эта деятельность не совмещается с какой-либо другой и ведется в рамках одного юридического лица – нет ни дочерних, ни материнских компаний. УК Арсагера независима от финансово-промышленных групп и имеет диверсифицированную структуру акционеров. Это позволяет свести к минимуму конфликты интересов.

Некоторые наши потенциальные клиенты считают, что наличие крупной структуры «за спиной» – это плюс, в случае чего «подстрахуют». Только надо понимать, что в этом случае клиент принимает и все риски головной организации.

Запрет на личные портфели

Кодексом корпоративного поведения сотрудникам УК Арсагера запрещено иметь индивидуальные портфели в брокерских компаниях (исключением является владение акциями самой УК Арсагера). Однако разрешено и даже приветствуется участие в паевых фондах. Механизм паевого фонда как инструмент коллективных инвестиций эффективно защищает от возможности получить личное преимущество одного пайщика за счет других. Наличие персональных средств в ПИФах УК Арсагера повышает личную материальную заинтересованность сотрудников. В то же время клиентам важно знать, что они вместе с сотрудниками и менеджментом компании находятся «в одной лодке». Информация об операциях менеджмента и сотрудников подлежит раскрытию в соответствии с положением об инсайдерской информации.

Специализация функций при управлении капиталом

По нашему мнению, такие функции, как выбор активов для инвестирования, осуществление сделок и риск-менеджмент в принципе нельзя совмещать. В рамках УК Арсагера эти функции выполняют обособленные подразделения. Такой подход имеет свои преимущества и снижает целый спектр рисков.

Обоснованность сделок

Для того чтобы клиент имел представление об обоснованности каждой сделки, предоставляется аналитическая отчетность по ценным бумагам, представленным на рынке. Она включает в себя:

- сводный хит-парад, содержащий информацию о потенциальной доходности акций эмитентов, рассчитанной по нашей методике;
- подробный расчет потенциальной доходности по тем эмитентам, которые находятся в портфелях, а также по другим эмитентам (представлен на Блогофоруме – bf.arsagera.ru).

Понятно, что такая работа на регулярной основе осуществляется командой аналитиков и это просто не под силу «индивидуальному» управляющему.

Предоставление клиенту этой информации затрудняет совершение необоснованных сделок, которые могут быть вызваны конфликтом интересов, а также необоснованные спекуляции «индивидуальных» управляющих.

Ранжирование активов – Arsagera Asset Certification

На фондовом рынке такие понятия как «голубые фишки» и «второй эшелон» сложились стихийно и имеют размытые границы.

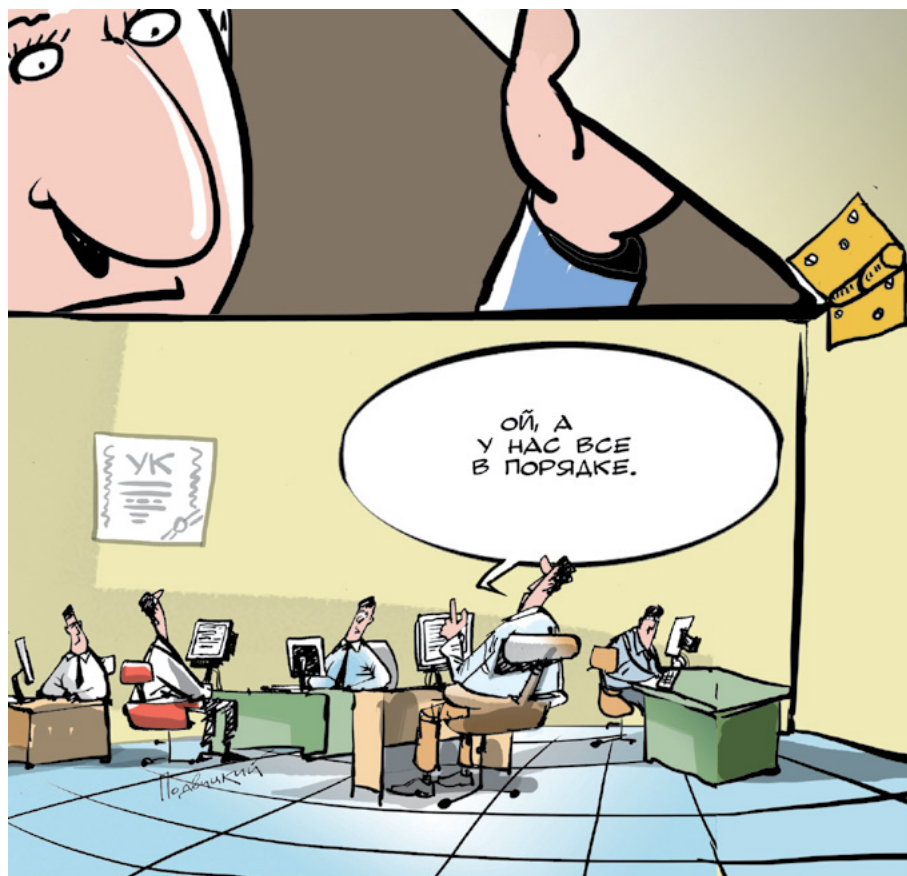
Arsagera Asset Certification устанавливает четкие критерии для разделения ценных бумаг на однородные по мере риска группы. Такое ранжирование осуществляется ежеквартально, и его результаты приводятся на сайте.

Само по себе ранжирование ни от чего не защищает, но в последующем оно используется для составления инвестиционной декларации и является фундаментом для защиты от манипуляций, для корректной оценки результатов управления и исключения конфликтов интересов.

Ограничение уровня риска: инвестиционная декларация

Базируясь на системе ранжирования Arsagera Asset Certification, инвестиционная декларация позволяет четко и предельно конкретно установить меру риска, которая должна соблюдаться при управлении портфелем.

Устанавливая лимиты (предельные доли) в портфеле на каждую группу ценных бумаг, можно, например, ограничить совершение сделок с низколиквидными акциями.



Инвестиционная декларация, построенная на четком ранжировании активов, позволяет осуществлять корректную оценку результатов управления и не допускать их вольную трактовку.

По итогам каждого отчетного периода клиенту предоставляется отчет о соблюдении инвестиционной декларации, где фиксируются все случаи нарушения установленных ограничений.

Особый режим для низколиквидных акций

Клиент может минимизировать или вообще закрыть лимиты для активов с ограниченной ликвидностью (группы 6.3 и 6.4), а сделки с низколиквидными акциями (группа 6.5) вообще предварительно согласуются с клиентом. Дополнительно к этому действует особый порядок их оценки в портфеле: «по худшей из двух оценок». Если котировки на такие акции вырастают, то для расчета вознаграждения используется их стоимость, согласованная с клиентом. Если они падают, то используется стоимость по котировкам. Такой подход фактически позволяет клиенту утверждать размер комиссии по этим позициям. В то же время, если цена на эти акции падает, то это позволяет клиенту даже уменьшить комиссию за управление.

Корректная оценка результатов управления

Для корректной оценки результатов управления, помимо отчета о самих результатах, приводятся еще три отчета.

- Бенчмарк – отчет, показывающий, как соотносятся результаты управления с изменением рынка в целом и в разрезе каждой группы с учетом ограничений (лимитов), установленных инвестиционной декларацией.
- Measurement Arsagera Reallocation Quality (MARQ) – отчет, ретроспективно показывающий эффективность изменения состава и структуры портфеля, то есть насколько правильным было практически каждое решение управляющего о совершении сделки.
- Вклад отдельных инструментов в финансовый результат управления. В этом отчете отражены акции, которые присутствовали в портфеле, и то, какую прибыль или убыток они принесли в отчетном периоде. Из отчета также видно, какая часть прибыли уже получена в результате закрытых сделок, а какая является результатом переоценки.

Предоставление этих отчетов позволяет клиенту контролировать ситуацию с манипулированием результатами. Однако для максимальной прозрачности предоставляется полный реестр сделок. По этому отчету всегда можно проверить, какие сделки фактически совершал управляющий, и были ли их условия рыночными.

Оплата комиссии «за прибыль»

В УК Арсагера по договорам индивидуального доверительного управления клиент платит комиссию ТОЛЬКО как процент от прибыли, заработанной по

портфелю. Как правило, у большинства компаний комиссия складывается из двух составляющих: процента от прибыли и процента от стоимости активов, что, по нашему мнению, снижает мотивацию.

Правила расчета вознаграждения «за прибыль» исключают «эффект храповика». То есть вознаграждение взимается, только если портфель превысил свое предыдущее максимальное значение.

Ограничение на договоры с минимальной гарантированной доходностью (МГД)

Устав УК Арсагера ограничивает возможность Правления заключать договоры займа, кредитные договоры, выдавать поручительства и совершать операции с векселями. Заключение договоров с МГД подразумевает принятие на себя обязательств, исполняемых за счет собственных средств. За все время деятельности компании не было заключено ни одного договора с МГД. Это позволило минимизировать конфликт интересов между разными клиентами. В свое время было очень непросто принять такое решение и отказаться от огромного сегмента рынка пенсионных резервов НПФов и других клиентов, которые требуют МГД. Но 2008 год подтвердил правильность этого решения – тогда целый ряд УК прекратили свое существование из-за невозможности выполнить свои обязательства по МГД перед НПФ.

Контроль за операциями

УК Арсагера регулярно раскрывает состав портфеля и результаты сделок по собственным средствам. Любой желающий сможет ознакомиться с этими операциями. Данная мера позволяет клиенту отслеживать сделки управляющей компании. Это дает ему уверенность в том, что на него не будут «сброшены» плохие активы.

В дополнение несколько слов про конфликт интересов. С одной стороны, законодательство требует, чтобы управляющий относился к управлению средствами клиентов с той же заботой, что и к своим. С другой стороны, совершая сделки с большим количеством обособленных портфелей, всегда может возникнуть рыночная ситуация, при которой для одного портфеля сделка была более выгодной, а для другого менее. Это происходит из-за постоянного колебания цен. Мы для себя выработали следующую практику: при необходимости совершить сделку по ряду портфелей в первую очередь совершать сделки по ПИФам, затем по индивидуальным портфелям, и только после этого осуществлять сделки по собственному портфелю. Но даже при этом может возникнуть ситуация, когда в силу изменения конъюнктуры рынка сделка по собственному портфелю окажется более выгодной. Но такие отклонения обычно носят незначительный характер, и разница составляет максимум 1-2%. В любом случае это реальные сделки, заключенные на рыночных условиях. При злоупотреблении речь идет о разнице в десятках, сотнях, а иногда даже тысячах процентов и совершении сделок с подставными компаниями.

УК Арсагера предложила Банку России внести изменения в законодательство, разрешающие управляющей компании приобретать за счет собственных средств паи открытых фондов, которыми она управляет. Это позволит исключить вышеописанный конфликт интересов, возможные злоупотребления и полностью реализует принцип управления «с той же заботой, что и своими», так как механизм паевого инвестиционного фонда обеспечивает равенство результата для всех пайщиков и исключает возможность создания преимущества для одного пайщика в ущерб интересам другого.

В приведенной ниже таблице перечислены злоупотребления и ситуации, содержащие риск для клиентов (подробно описаны в материале «Что нужно знать о доверительном управлении»), а также то, как предложенные меры помогают защититься от них.

Способы защиты	Злоупотребления и ситуации, содержащие риск для клиентов						
	Занижение/завышение (доходности) результатов управления	Манипуляции ценами на акции	Сброс на клиентов «плохих» активов	Использование средств клиентов для манипуляций ценами на акции	Конфликт интересов с андеррайтером	Конфликт интересов с брокером	Необоснованные сделки Конфликт интересов: МГД Вольная трактовка результатов управления
Концентрация и независимость					+	+	
Запрет на личные портфели	+	+	+	+			
Специализация функций при управлении капиталом	+		+				+
Обоснованность сделок	+	+	+	+		+	+
Ранжирование активов – Arsagera Asset Certification	+	+	+				+
Ограничение уровня риска: инвестиционная декларация	+	+	+				+
Особый режим для низколиквидных акций	+	+	+	+			
Бенчмарк	+						+
Measurement Arsagera Reallocation Quality (MARQ)	+		+			+	+
Вклад отдельных инструментов в финансовый результат	+	+				+	+
Комиссия «за прибыль»						+	+
Ограничение на договоры с МГД							+
Раскрытие операций по собственным средствам		+	+				

11.7. Почему неправильно гарантировать доходность инвестиций?

К нам часто обращаются люди с вопросом: «Хочу вложить такую-то сумму, на такой-то срок, какая будет доходность? Сколько я заработаю?» Для большинства людей, имевших ТОЛЬКО опыт банковских вкладов, является ШОКОМ то, что в денежном выражении их вложения в ПИФы, акции, облигации могут не только увеличиться, но и уменьшиться. Для многих эта информация выглядит как безответственность и приносит такое разочарование, что они даже не хотят дальше разбираться в этом вопросе. Сейчас мы расскажем, почему неправильно гарантировать доходность инвестиций и почему надо ОПАСАТЬСЯ тех, кто это делает!

Сразу оговоримся: для банков гарантировать доходность абсолютно нормально и естественно. Депозиты и кредиты – это основные продукты для большинства банков. Банки принимают вклады по одной ставке, а кредиты выдают по другой, более высокой. Разница этих ставок, как правило, обеспечивает расходы на текущую деятельность и прибыль для акционеров банка (мы не рассматриваем случай расчетных банков, где основной доход обеспечивается комиссией за проведение платежей).

Гарантированная доходность по депозитам обеспечивается более высокой доходностью по кредитам. При этом банки находятся под очень строгим контролем со стороны государства. Они постоянно отчитываются перед Центральным Банком о достаточности собственного капитала, соблюдении нормативов, обеспечивающих выплаты по вкладам, и финансовом состоянии тех, кому они выдали кредиты.

Многие люди даже не задумываются, что обязательство банка по депозитному договору все равно не является 100%-ной гарантией. Это обязательство юридического лица, ведущего коммерческую деятельность, подверженную целому ряду рисков. Современная банковская история имеет множество примеров дефолтов даже со стороны очень крупных банков, позиции которых казались незыблемыми. Хорошо, конечно, что работает система страхования вкладов, но и это не защищает вкладчиков на 100%, а лишь снижает вероятность потерь.

За прошедшие 20 лет банковские вклады показали результат, близкий к уровню официальной инфляции. Поэтому говорить об увеличении вашего благосостояния на депозите можно лишь номинально. Реальная стоимость имущества на банковском вкладе, как правило, сохраняется на том же уровне, а денежное выражение создает лишь иллюзию роста. Понятный и предсказуемый процент – это главное и очевидное преимущество вклада, но расплатой за эту предсказуемость является низкая доходность депозитов.

Когда вы вкладываете деньги в акции, например через паевые фонды, то тут нет ситуации, как на банковском депозите. Управляющая компания (УК) по закону не может взять у вас деньги под один процент, чтобы вложить под

другой. Здесь принципиально другая природа отношений. Вы «нанимаете» УК, чтобы профессионально выбирать наиболее интересные акции, а компания получает фиксированный процент за свою работу.

В отличие от банковского депозита, результат инвестиций (минус фиксированные расходы на управление) полностью принадлежит ВАМ. УК не уменьшит его, каким бы большим он не был, но возьмет свою комиссию, даже если он будет отрицательным. Последнее обстоятельство обычно особенно раздражает новичков, потому что как раз и выглядит как безответственность. Находясь в «денежной» системе координат, очень трудно принять идею о том, что снижение денежной оценки стоимости активов вовсе НЕ ЯВЛЯЕТСЯ показателем качества управления. Если ваш портфель упал на 10%, а рынок в целом (индекс МосБиржи) – на 30%, трудно рассматривать это как превосходный результат управления, хотя это так. Если ваш портфель вырос на 20% и существенно обогнал депозиты и инфляцию (!), это выглядит впечатляюще до тех пор, пока не знаешь о том, что рынок в целом дал +40%.

Вывод № 1. Доходность в денежном выражении не отражает качества управления. Если поставить управляющему задачу обеспечить доходность в денежном выражении, для него это будет мощнейшим стимулом начать игру на колебаниях. Вместо того чтобы сравнивать акции между собой и выбирать лучшие по соотношению их стоимости и экономических показателей деятельности эмитентов, управляющий будет пытаться угадать, когда их продать перед падением и когда купить перед ростом.

Попытки угадать колебания – это тупиковый путь! Это никому не удастся на длительных интервалах времени. Статистика показывает: на интервале в пять лет 80% участников рынка проигрывают индексу. Надо понимать, что акции – это бизнес, за ними стоят реальные активы и труд людей, направленный на создание «полезности» для общества. В долгосрочной перспективе акции (как класс активов) наиболее хорошо подходят для увеличения благосостояния несмотря на то, что в краткосрочных периодах их денежная оценка может снижаться, а некоторые компании могут даже обанкротиться. Задача управляющего наращивать количество «хороших» акций в портфеле как при росте рынка, так и при снижении. Настоящая безответственность, по нашему мнению, создание у клиента иллюзии, что надо зарабатывать на колебаниях стоимости акций.

Вывод № 2. Гарантированная доходность стимулирует управляющего неправильно выполнять свои функции: играть на колебаниях вместо того, чтобы сравнивать активы и выбирать лучшие. Это дополнительно повышает риски, связанные с угадыванием, и, как правило, приводит к тому, что ухудшается результат, который мог бы получить клиент без всякой «дерготни».

Ну и наконец, давайте представим, что УК все-таки взяла на себя обязательство по некоей минимальной гарантированной доходности (МГД) инвестиций. Юридически это возможно в рамках договора индивидуального

доверительного управления. Если результат инвестиций окажется хуже, то компенсировать убытки УК будет за счет собственных средств.

На первый взгляд, можно сказать: «Супер, пускай отвечают своими деньгами за снижение рынка, мне как клиенту только лучше». На самом деле это весьма сомнительная «страховка». Вы, как клиент, можете узнать, сколько таких обещаний уже выдано? А сколько еще будет выдано после вас? В отличие от банков, НИКТО НЕ ОТСЛЕЖИВАЕТ, сколько таких гарантий выдано и хватит ли у УК средств, чтобы рассчитаться со всеми такими клиентами. У молодых и/или не очень успешных компаний может возникнуть соблазн использовать МГД как маркетинговый ход, рассчитанный на неинформированных и/или не очень умных клиентов.

В представлении большинства людей гарантия доходности всегда выражается в положительных величинах (> 0). Но если вам обещают в случае неудачных инвестиций возратить начальную сумму вложений, с математической точки зрения это гарантия нулевой доходности. Продолжая эту мысль, можно говорить и о гарантии отрицательной доходности. Например, обязательство вернуть как минимум 90% от первоначальной суммы. Мы считаем, что, независимо от знака, гарантия минимальной доходности – это неправильно.

По договорам с МГД у управляющего сразу же появляется мощнейший стимул скомпенсировать свои расходы в убыточные периоды за счет доходов клиента в прибыльные периоды и сделать это с хорошим «запасом» на случай будущих убыточных периодов.

Кроме того, МГД – это обычно привилегия крупных институциональных клиентов, таких как пенсионные фонды и страховые компании. Мы уже писали, что МГД разделяет клиентов на два сорта. Если недобросовестному управляющему не удастся скомпенсировать убытки клиента за счет прибыльных периодов, то можно попробовать скомпенсировать их за счет тех клиентов, у которых нет такого условия.

Все это еще и искажает информацию о качестве управления (хотя на фоне вышеописанных возможных злоупотреблений искажение информации о качестве управления – это сущие пустяки).

Вывод № 3. У клиента НЕТ возможности контролировать объем гарантий УК, что может привести к банкротству УК, и обязательства так и не будут исполнены. Гарантированная доходность создает конфликт интересов, который может привести к злоупотреблениям! Это повышает риски и ставит под угрозу интересы других клиентов, не имеющих таких условий.

Мы советуем нашим читателям хорошо подумать, прежде чем использовать продукты с МГД!

Отсутствие гарантии доходности инвестиций в денежном выражении не означает, что отсутствуют гарантии сохранности имущества клиентов (денег и ценных бумаг). Юридические механизмы контроля сохранности имущества и надзор со стороны регулятора за соблюдением этих правил в отношении УК,

ПИФов, ИДУ, брокерских компаний, депозитариев, возможно, обеспечивает даже более высокую сохранность активов, чем в банках. В первую очередь это касается ценных бумаг. В отличие от банков (которые деньгами одних клиентов кредитуют других клиентов) никто не передает ценные бумаги кому-то в пользование (исключение составляют клиенты брокерских компаний, использующие «шорт» и «плечо», или добровольно разрешившие брокеру использовать свои активы для этих целей). В случае банкротства УК или брокера активы клиента защищены от требований кредиторов.

В термине «ценная бумага» слово «бумага» давно ушло в прошлое. Акции и облигации существуют в безналичном виде. Это огромное преимущество с точки зрения обеспечения сохранности такого имущества. Безналичные деньги злоумышленники могут так или иначе перевести в наличные или увести в офшоры, откуда их уже никто не вернет. Безналичные акции или облигации никак не перевести в наличные. Их сохранность обеспечить проще, чем сохранность денег.

Начиная инвестиции, необходимо помнить о созидательной составляющей, лежащей в основе акций, и не бояться колебаний стоимости акций. Статистика показывает: в долгосрочной перспективе акции обеспечивают существенно более высокую доходность, чем депозиты. Необходимо осуществлять инвестиции регулярно и не паниковать во время кризисов. Наоборот, в эти периоды инвестиции особенно выгодны. Необходимо соблюдать диверсификацию, чтобы проблемы одной или нескольких акций (компаний) не могли принести существенный вред вашему благосостоянию.

Выводы

- Защита имущества клиентов на фондовом рынке обеспечивается не гарантией денежной доходности, а созданием условий для сохранности активов. В первую очередь для сохранности ценных бумаг (акций и облигаций).
- Мы считаем, что гарантировать доходность инвестиций в денежном выражении неправильно, потому что:
 - это не снижает, а наоборот, повышает риски для клиента;
 - это стимулирует не к выбору лучших активов, а к игре на колебаниях и злоупотреблениям;
 - это может привести к снижению доходности инвестиций на фоне возрастающих рисков.
- Доходность в денежном выражении не отражает качества управления (особенно на краткосрочных периодах).
- Доходность по банковским депозитам – это не 100%-ная гарантия, а лишь вероятность исполнения банком своих обязательств. При этом стабильность по депозиту компенсируется его низкой доходностью.

11.8. Чем опасен низкий порог в ИДУ?

Согласно правилам индивидуального доверительного управления (ИДУ) УК Арсагера минимальная сумма вложений составляет 10 млн руб., а минимальная сумма инвестирования в ПИФы – 1 тыс. руб. Многие наши читатели задают вопрос: «Почему мы установили такой высокий порог для ИДУ, в то время как другие компании предлагают минимальный порог от 500 тыс. руб., а иногда даже от 200 тыс. руб.?» Мы постараемся объяснить нашу позицию, а также рассказать, чем опасен низкий порог ИДУ для клиентов.

Один из наших читателей провел ценовое сравнение ИДУ и ПИФов и выяснил, что ПИФы (особенно при небольших объемах) более выгодны для клиента с точки зрения сопутствующих расходов. На наш взгляд, расходы – это далеко не главный фактор.

Низкий порог ИДУ опасен в первую очередь НИЗКИМ качеством управления. При низком пороге ИДУ часто применяются два подхода.

1 подход: набираются на работу «нулевые управляющие». Зачастую, это даже студенты без опыта работы, с недельными курсами технического анализа за спиной (что скорее минус). Зарплата, которая им устанавливается, минимальная или вообще отсутствует – основной заработок они получают от результатов управления портфелями клиентов. Таким стажерам даются в управление минимальные по размеру портфели РЕАЛЬНЫХ клиентов. Если они показывают неплохой результат, им дают дополнительные портфели и/или увеличивают их размер. Показавших плохой результат просто выгоняют и на их место набирают новых. Что такое «хороший» результат оставшихся? Удачное стечение обстоятельств или результат их расчетов? В этом обычно никто не разбирается.

Возможно, иногда в результате такой селекции появляются неплохие специалисты, которые, потренировавшись на клиентских деньгах, делают карьеру в инвестиционном бизнесе. Это, безусловно, очень хорошо для НИХ. А вы хотите, чтобы ваши деньги использовались как полигон для поиска «звезд» инвестиционного бизнеса?

Такой подход особенно часто применяется в инвестиционных группах, где управляющая компания является «продуктовым придатком» к брокерскому бизнесу. А также при так называемом «псевдодоверительном» управлении непосредственно в брокерских компаниях. Клиента убеждают разрешить «псевдоуправляющему» совершать сделки на его (клиента) брокерском счете. В этом случае «псевдоуправляющий» не имеет юридических ограничений, связанных с доверительным управлением, и может «вволю покуражиться» с «шортами», «плечами», «опционами», «фьючерсами» и прочим безобразием. В любом случае «правильно обученные» управляющие своими активными спекуляциями обеспечат хорошие комиссии брокерскому бизнесу.

Кстати, обеспечить единый уровень качества управления при таком подходе нереально. Два клиента могут задать одинаковые параметры для своих

портфелей. Если эти портфели попадут к разным «управляющим», то в одно и то же время один из них может с «плечом» покупать Газпром в портфель для своего клиента в надежде на рост, а другой «шортить», ожидая падение. И это совершенно типовая ситуация для такого подхода.

Да, в этом случае вашим портфелем управляет персональный управляющий. Для вас это важнее, чем результат управления?

2 подход: клиенты в инвестиционной декларации устанавливают соотношение акций и облигаций. Средства всех клиентов объединяются в «общий котел». Далее за счет этих средств формируются и управляются два больших портфеля: один из акций, другой из облигаций. В отчетах клиентов по итогам торгового дня в определенной пропорции отражаются ценные бумаги из каждого такого портфеля.

Никакого ИНДИВИДУАЛЬНОГО управления в этом случае НЕТ. Оно существует только в отчетности. Фактически это как бы два ПИФа, только ХУЖЕ. Они никак не оформлены юридически, а следовательно, не имеют тех строгих ограничений, которые призваны обеспечить соблюдение прав и интересов пайщиков. Соблюдение пропорций при распределении конкретных акций и облигаций по счетам клиентов обеспечивается исключительно добросовестностью бэк-офиса.

Если какая-то часть клиентов решит забрать свои средства, то особенно серьезно могут пострадать права клиентов, которые остаются. Чтобы обеспечить вывод денег, управляющий, скорее всего, продаст наиболее ликвидные активы. «Неликвид», который остается при этом, пропорционально распределяется среди оставшихся клиентов, а в отчетности у этих клиентов можно будет увидеть продажу ликвидных активов и покупку вместо них неликвидных.

Неприятная ситуация может возникнуть, если клиент примет решение получить свое имущество не деньгами, а ценными бумагами. Это в первую очередь касается акций и облигаций «второго эшелона», которые торгуются крупными лотами. Клиент просто ничего не сможет сделать с «обрывками» лотов, которые ему вернет управляющий.

Пожалуй, единственное преимущество данного подхода – это обеспечение единого качества управления и то при условии корректного распределения активов по счетам клиентов. Но в ПИФах это достигается гораздо лучше.

Стоит отметить, что с юридической точки зрения ни первый, ни второй подход не являются формальным нарушением или злоупотреблением. Это скорее вопрос качества предоставляемой услуги.

Очень часто индивидуальное доверительное управление позиционируется и воспринимается как некий привилегированный продукт для избранных. Многие клиенты стремятся «дорастить» до ИДУ, наивно полагая, что получают там более качественное управление и большую защищенность, чем в ПИФе.

Это не так! Качество управления и защищенность в ИДУ могут быть либо такими же, как в ПИФе, либо даже ХУЖЕ!

Мы уже говорили, что ИДУ – это всего лишь «упаковка». Основная услуга управляющей компании – это система принятия инвестиционных решений.

В нашей реализации «индивидуальность» ИДУ – это в первую очередь система индивидуальных настроек с лимитами на каждую группу акций и облигаций и на отдельных эмитентов в каждой группе. Это обеспечивает возможность выбора индивидуальной меры риска для каждого клиента. Практика показывает, что такие настройки нужны далеко не всем клиентам, имеющим достаточно средств для ИДУ. Единое качество управления обеспечивается единым хит-парадом, но каждый портфель при этом является автономным. По каждому портфелю готовятся развернутая отчетность, аналитическое обоснование выбора активов и система показателей (MARQ, бенчмарки), позволяющие корректно оценить качество управления.

Ведение индивидуальных = автономных портфелей – это трудоемкий и затратный процесс. По нашим расчетам он становится рентабельным для компании при сумме от 10 млн руб. Кроме того, для работы во «втором эшелоне», где сделки проводятся крупными лотами, этой суммы едва хватает для того, чтобы обеспечить приемлемую диверсификацию. Но даже клиентам, имеющим достаточно средств для ИДУ, мы рекомендуем использовать ПИФы, если у них нет потребности в персональных настройках меры риска. На наш взгляд, для клиента имеет смысл использовать наш продукт ИДУ, если он готов передать в управление 30-50 млн руб. и более. В этом случае это становится выгодным с ценовой точки зрения, так как при увеличении размера портфеля снижается комиссия за управление. Следует отметить, что в рамках ИДУ УК Арсагера получает комиссию только от положительного результата управления (success fee). При этом ежегодные налоговые потери будут составлять около 1% от объема средств в управлении.

Выводы

- При низком пороге ИДУ практически невозможно одновременно обеспечить качественное управление для клиента и рентабельность для компании.
- При низком пороге ИДУ практически невозможно обеспечить приемлемую диверсификацию в акциях «второго эшелона».
- При низком пороге ИДУ нередко используются подходы, не обеспечивающие качественное управление, либо управление вообще не является индивидуальным, а его качество такое же, как в ПИФе или даже ХУЖЕ!

■ В рамках курса «Университет» следующим читайте материал 12.1. Фондовый рынок Японии – исключение, подтверждающее правило.

11.9. Финансовые коэффициенты фондов

Как оценить эффективность инвестиций? Общепринятым ответом на этот вопрос стало применение статистических коэффициентов. Считается, что они позволяют оценить эффективность работы по управлению активами. Рассмотрим, действительно ли при помощи данных коэффициентов возможно оценить эффективность результатов управляющего.

Наибольшее распространение получили следующие коэффициенты, которые можно разделить на две группы.

Предполагающие оценку качества управления	Вспомогательные
α -коэффициент	R2
Коэффициент Шарпа	β -коэффициент
Коэффициент Сортино	

Коэффициент детерминации (коэффициент R2)

Коэффициент детерминации фонда демонстрирует тесноту взаимосвязи между динамикой результатов фонда и динамикой результатов рынка (индекса). Обычно показатель детерминации выражается в процентах и, соответственно, его значение может быть от 0 до 100%. Чем больше коэффициент детерминации, тем больше взаимосвязь между движением результатов фонда и соответствующего для этого фонда индекса.

Косвенно данный коэффициент позволяет определить состав активов фонда. К примеру, если у фонда, ориентированного на сочетание акций и облигаций, высокий коэффициент детерминации, рассчитанный на индекс МосБиржи, то это может свидетельствовать о том, что в активах фонда значительную долю занимают акции «первого эшелона».

Кроме того, коэффициент детерминации позволяет определить, корректно ли был выбран индекс для расчета коэффициентов *альфа* и *бета*. Если значение коэффициента детерминации к определенному индексу ниже 75%, то расчеты коэффициентов бета и альфа по данному индексу будут некорректны.

Коэффициент бета (β -коэффициент, coefficient beta)

Классическое представление о коэффициенте бета сводится к тому, что он характеризует волатильность инвестиционного инструмента, в данном случае ПИФа, относительно волатильности рынка (индекса).

Формула расчета β на отрезке в 3 года: $\beta = \text{cov}(\text{Ind}, y) / s^2$,

где s – стандартное отклонение (волатильность) месячного прироста индекса за 36 месяцев, предшествующих дате расчета;

$\text{cov}(\text{Ind}, y)$ – ковариация (мера зависимости) доходности фонда и индекса МосБиржи. Вычисляется по формуле:

$$\text{cov}(\text{Ind}, y) = [\sum(\text{Ind}_i - \text{IND}) * (y_i - Y)] / 35,$$

где Ind_i – значение прироста индекса за i -й месяц;

y_i – значение доходности фонда за i -й месяц;

IND – среднее значение прироста индекса за 36 месяцев;

Y – среднее значение доходности фонда за 36 месяцев.

Значение бета, равное 1, говорит о том, что если рынок (индекс) изменится на 10%, то и результат портфеля фонда изменится на 10%. Если бета больше 1, то, соответственно, изменение результата портфеля будет больше изменения рынка (индекса), если бета меньше 1, то изменение результата портфеля будет меньше рынка. В случае, если бета отрицательна, то результат фонда будет противоположен рыночному.

Необходимо отметить, что для фонда необходимо корректно подбирать индекс, относительно которого и будет рассчитан коэффициент бета. Например, для фонда акций, активами которого являются акции «первого эшелона», таким индексом может служить индекс МосБиржи. Но глупо использовать индекс МосБиржи при расчете бета для фонда облигаций.

Коэффициент альфа (α -коэффициент, coefficient alpha)

Коэффициент альфа показывает превышение среднего результата фонда над нормативным результатом, который рассчитывается в соответствии с полученным ранее коэффициентом бета.

Формула расчета альфа на отрезке в 3 года: $\alpha = Y - (r + \beta * (IND - r))$,

где r – средняя доходность безрискового актива (обычно за ставку безрискового актива принимают процентную ставку по депозитному вкладу);

IND – среднее значение прироста индекса за 36 месяцев, предшествующих дате расчета;

Y – среднее значение доходности фонда за 36 месяцев, предшествующих дате расчета.

Считается, что коэффициент альфа характеризует вклад управляющего фондом в итоговый результат. И предполагается, что исходя из этого следует искать ПИФы с высокой альфой. Ведь это те фонды, управляющие которых смогли показать результаты выше расчетных. Но тут есть свои нюансы.

- Необходимо, чтобы индекс для расчета альфы был подобран корректно, иначе расчет бесполезен.
- Отрицательное значение альфы может быть как следствием «некомпетентного управления», так и следствием высоких комиссий за управление. Рассмотрим данный нюанс на примере индексных фондов. В данном случае управляющие не занимаются выбором ценных бумаг, а просто копируют индекс, поэтому роль управляющего здесь сведена к минимуму, а альфа индексного фонда должна быть равна нулю. Но многие индексные фонды имеют отрицательную альфу, что связано с расходами ПИФа, которые в данном примере и выражает альфа.

- Наиболее важный нюанс заключается в том, что альфа не предоставляет аналитических данных. То есть по альфе невозможно понять, почему результат фонда превосходил расчетный. Что это было: искусство одного управляющего, налаженная система по управлению капиталом или просто везение?

Для того чтобы понять, какой же вклад внес управляющий в итоговый результат, мы используем систему **MARQ – Measurement Arsagera Reallocation Quality**. В отчете MARQ содержится детальная информация об эффективности совершенных в отчетном периоде перекидок из одних активов в другие, то есть информация о том, правильные ли решения принимал управляющий в отчетном периоде.

Коэффициент Шарпа

Коэффициент Шарпа показывает превышение фондом результатов безрискового актива (в большинстве случаев процентной ставки по депозиту) с учетом волатильности фонда.

Формула расчета коэффициента Шарпа на отрезке в 3 года:

$$\text{Sharpe Ratio} = (y - r)/36/\sigma,$$

где y – значение доходности фонда за 36 месяцев, предшествующих дате расчета;

r – процентная ставка по депозитам в рублях для населения за 36 месяцев (ставка безрискового актива);

σ – стандартное отклонение (волатильность) доходности фонда за 36 месяцев.

Коэффициент Шарпа характеризует эффективность сочетания доходности и риска (риск в данном случае выражается через волатильность) в рамках управления фондом. Чем выше данный показатель, тем лучше.

Однако коэффициент Шарпа обладает существенным недостатком ввиду того, что риск в рамках данного коэффициента воспринимается как стандартное отклонение. Стандартное отклонение – это колебания результатов фонда относительно средней доходности для этого фонда. Данные колебания могут быть как положительными, так и отрицательными. Отсюда вытекает, что при прочих равных коэффициент Шарпа может быть одинаков для фондов с положительным и отрицательным колебанием доходности. Поэтому наравне с коэффициентом Шарпа используют и коэффициент Сортино, который лишен упомянутого недостатка.

Коэффициент Сортино

Коэффициент Сортино, так же как и коэффициент Шарпа, характеризует эффективность управления фондом с точки зрения сочетания доходности и риска. Но расчет риска здесь базируется не на всех колебаниях результатов фонда относительно средней доходности (стандартное отклонение), а только на отрицательных колебаниях.

Формула расчета коэффициента Сортино на отрезке в 3 года:

$$\text{Sortino Ratio} = (y - r)/36/\sigma'$$

где y – значение доходности фонда за 36 месяцев, предшествующих дате расчета;

r – процентная ставка по депозитам в рублях для населения за 36 месяцев (ставка безрискового актива);

σ' – стандартное отклонение (волатильность) отрицательной доходности фонда за 36 месяцев. Из базы расчета исключаются данные положительной доходности фонда.

Недостатки коэффициентов

Необходимо знать об общих недостатках, присущих каждому из перечисленных коэффициентов.

1. Использование данных прошлого. Все расчеты обозначенных коэффициентов базируются на исторических данных. Получается, что эти коэффициенты выражают показатели деятельности фондов, которые были показаны ранее, и ничего не говорят о будущей ситуации.
2. Из первого недостатка следует второй. Так как расчет ведется на исторических данных за определенный период (обычно за 3 года), то изменения в качестве управления (как улучшение, так и ухудшение) отражаются на коэффициентах довольно медленно. Этот недостаток особенно опасен в случае ухудшения качества управления. К примеру, управляющий фондом 2 года показывал отличные результаты, затем его место занял другой управляющий с уже не такими выдающимися результатами. Коэффициенты же, рассчитанные на отрезке в три года, все равно будут говорить о том, что «в фонде высокое качество управления», хотя на деле это может быть не так.
3. Также недостатком данных коэффициентов можно считать то, что при их расчете под «риском» понимается волатильность инструмента. В таком определении есть своя логика, которая была высказана Марковицем: большая амплитуда колебаний, по его мысли, свидетельствует о большей непредсказуемости поведения цены. Однако мы уже не раз говорили, что для долгосрочного инвестора, который осуществляет вложения регулярно, волатильность инструмента только на пользу.

Стоит ли использовать коэффициенты

Безусловно, каждый сам определяет, стоит ли ориентироваться на значения коэффициентов при выборе фонда. На наш взгляд, использовать коэффициенты можно, но лишь как вспомогательную информацию. При этом необходимо использовать ее по коэффициентам в совокупности, а не опираться только на один из них. И, конечно же, значения коэффициентов должны быть рассчитаны относительно корректного эталона (индекса).

Окончательным критерием, по которому следует определять эффективные управляющие компании и фонды, является наличие системы по управлению капиталом. Если у фонда высокий результат и хорошие показатели по коэффициентам, то необходимо разобраться в способах, которыми этот результат достигается. В случае если результаты зависят от одного единственного управляющего, вам предстоит внимательно следить за его карьерой, ведь только от него будет зависеть результативность ваших инвестиций. Если же в компании выстроена система по управлению капиталом, то в данном случае эффективность ваших инвестиций не будет зависеть от одного человека. Напротив, человеческий фактор здесь уже сведен к минимуму, а сама система является интеллектуальной собственностью компании.

Выводы и рекомендации

- Рассмотренные коэффициенты обладают рядом недостатков, а потому не в полной мере позволяют оценить эффективность результатов, которые демонстрирует управляющий.
- При выборе управляющей компании и фонда можно использовать коэффициенты как вспомогательную информацию. Принимая окончательное решение, нужно ориентироваться на систему (способы) по управлению капиталом, которая используется в той или иной компании.
- Стоит помнить о том, что основная задача управляющей компании заключается в формировании эффективной системы управления капиталом. Высокое качество управления капиталом и значения коэффициентов будут являться следствием выполнения этой задачи.

♦ В рамках курса «Аспирантура» следующим читайте материал 12.2. Бай-бэк (buyback). Помощь инвестору.

Глава 12. Полезная информация об инвестициях

12.1. Фондовый рынок Японии – исключение, подтверждающее правило



Почему фондовый рынок Японии падает последние 30 лет? Правы ли те, кто на примере Японии утверждают, что акции – это далеко не самый лучший инструмент инвестирования?

На первый взгляд кажется, что такие рассуждения вполне справедливы. Индекс Nikkei 225, достигнув своего пика в конце 1989 года, начал падать и до сих пор не вернулся к прежним значениям.



Японский финансовый пузырь

Основной причиной столь затяжного падения стал внушительный рост экономики и фондового рынка Японии перед падением. С 1949 по 1959 г. «японское экономическое чудо» дало невероятные результаты: реальная доходность акций в Японии за этот период составила 1 565%. Фондовый рынок Японии продолжил расти поразительными темпами и в последующие 30 лет. В начале 1990-х годов японский фондовый рынок был наибольшим в мире с долей в 40% против 32% у фондового рынка США.

За период с 1985 по 1990 год индекс Nikkei 225 вырос более чем в 3,5 раза, достигнув своего исторического максимума 29 декабря 1989 года (составив на закрытии 38 915,87 пунктов). Стоимость недвижимости также возросла до небес: земля под дворцом императора в Токио стоила больше, чем вся земля штата Калифорния. Как оказалось, это было «надуванием финансового пузыря», во время которого уровень P/E японских акций достигал 100.

По состоянию на начало 2020 года индекс Nikkei 225 находился у отметки в 23 800 пунктов, а P/E японского фондового рынка составляет около 19, что превышает показатели многих развитых стран, не говоря уже о развивающихся экономиках, в том числе и России, где P/E около 7.

Инвестиционная культура

Японский менталитет устроен таким образом, что японцы стремятся больше работать, больше сберегать и меньше потреблять.

В этих условиях спрос на инвестиционные инструменты крайне высок и значительно превышает предложение, что, в свою очередь, может послужить причиной раздувания финансового пузыря. Считая, что огромные темпы роста японской экономики сохранятся и в будущем, инвесторы оправдывали приобретение активов по столь завышенным ценам.

Структура индекса и дивиденды

По динамике индекса Nikkei 225 судят о развитии фондового рынка и экономики Японии. Индекс выражает динамику стоимости акций 225 наиболее торгуемых японских компаний. Однако японская экономика не ограничивается только этими компаниями (в Японии несколько тысяч публичных компаний) и на любом временном отрезке можно найти акции, которые показали рост.

В расчете индекса не учитываются дивиденды. Если предположить, что средняя дивидендная доходность японских акций составляет около 2% (что согласуется с данными MSCI), то при вложенных 100 условных единицах в 1989 г. к началу 2020 г. вы получили бы дивидендами 20 единиц при реинвестировании дивидендов в акции индекса Nikkei 225 и 27 без реинвестирования. При реинвестировании дивидендов в индекс результат хуже, так как в данном случае происходит покупка акций, которые чаще показывали отрицательную динамику.

Укрепление йены

С 1990 г. японская экономика смогла повысить производительность труда и снизить производственные издержки до такой степени, что параллельное укрепление курса йены (более чем в 1,5 раза со 160 до 108 йен за доллар к началу 2020 г.), не снизило конкурентоспособность экспортных японских товаров.

Для иностранных инвесторов, которые занимают значительную часть в структуре акционерного капитала японских компаний (25-30% на протяжении последних 30 лет), укрепление йены – это скорее позитивный момент. Это означает, что если цена какой-то акции в йенах осталась той же, то ее рост в долларах составил бы 48%. В этой ситуации падение индекса не выглядит столь удручающе. Приведем графики ETF на индекс MSCI Japan в йенах:



и в пересчете на доллары США:



Отметим, что в данных графиках учтены дивиденды.

Рынок капитала в Японии на отрезке в 119 лет

Рынок акций в Японии зародился еще в 1878 году, на этом фоне отрезок в 30 лет выглядит не столь долгосрочным. Исследование доходности инвестиций в финансовые активы Японии за 119 лет показывает, что несмотря на Вторую мировую войну и финансовый пузырь 1990-х годов, акции являются наиболее доходными активами. Если учесть инфляцию и посмотреть на реальную доходность, то только вложения в акции смогли превысить уровень инфляции, показав результат +4,1% годовых, облигации – -0,8%, краткосрочные облигации – -1,8%.

Выводы

Япония – доказательство, а не исключение. Ситуация на фондовом рынке этой страны подтверждает следующие утверждения.

- Существует четкая зависимость между курсовой динамикой акций и экономикой компаний. Рано или поздно корреляция между ними проявляется, даже если на это требуется 30 лет. И если в России мы видим существенную недооцененность некоторых компаний, то в Японии обратная ситуация. Постепенное снижение котировок акций означает приближение публичной оценки стоимости бизнеса (которая была значительно завышена в период финансового пузыря) к экономически обоснованной стоимости.
- В любой экономической ситуации на длинных временных отрезках акции – наиболее доходный финансовый инструмент. В Японии это единственный финансовый инструмент, который показал положительную реальную доходность за последние 119 лет.
- В условиях глобализации экономики стоит учитывать и положение иностранных инвесторов на фондовом рынке Японии. Для них укрепление курса йены по отношению к курсу доллара США является положительным моментом, который повышает эффективность инвестиций.
- Любой рефлексивный процесс рано или поздно заканчивается. Цены на активы формировались исключительно благодаря представлениям участников биржи о будущей тенденции к их росту. Акции покупали, потому что они росли, а росли они, потому что их покупали. При этом на фундаментальные показатели деятельности бизнеса мало кто обращал внимание. Практика показала, что это не может длиться вечно.
- Залог успешных инвестиций – точный расчет. Даже инвестируя в акции – производительный актив, основанный на труде людей, необходимо опираться на расчеты и анализировать соотношение «цена акций – экономика компании» или иначе анализировать потенциальную доходность активов.

P.S. Сравнение экономики и фондового рынка Японии и России.

	Япония	Россия
Инвестиционная культура	Ориентация на сбережение и инвестирование	Низкая доля сбережений, на фондовом рынке инвестируют порядка 2% населения
Производительность труда	Высокая производительность труда	Экономика ориентирована на экспорт сырья. Производственные компании развиты слабо
Уровень P/E фондового рынка	19	7
Курс национальной валюты	Курс национальной валюты значительно укрепился за последние 30 лет	Значительное ослабление курса национальной валюты для поддержания конкурентоспособности производителей и экспортеров ресурсов

■ В рамках курса «Университет» следующим читайте материал 12.3. Суть привилегированных акций.



Видеоматериалы по теме на канале «Арсгера» в YouTube: плейлист «Лекториум».

12.2. Бай-бэк (buyback). Помощь инвестору

В последнее время многие российские компании объявляют о выкупе своих акций. Так называемые бай-бэки (от англ. buyback) проводили ЛУКОЙЛ, Банк «Санкт-Петербург», Норильский никель, АФК «Система», МТС, ОПИН, Уралкалий, и это не случайное совпадение. С чем это связано, и при каких условиях стоит в этом участвовать?

Чтобы лучше разобраться в природе этого корпоративного действия, начнем издалека. Любая компания может распорядиться деньгами следующими способами:

- использовать их в своей основной деятельности;
- положить на депозит (или купить облигации);
- использовать для приобретения другого бизнеса (M&A);
- выплатить акционерам в виде дивидендов или через бай-бэк.

Депозит (или облигации) может использоваться только как краткосрочное решение. Иначе лучше вернуть деньги акционерам, которые сами примут решение, как их использовать.

Эффективность использования денег в своем бизнесе характеризует такой параметр как ROE – рентабельность собственного капитала, который определяется как прибыль (E), деленная на размер собственных средств (BV).

Если рентабельность основной деятельности высокая, то, естественно, имеет смысл использовать деньги в этом направлении. Особенно если удастся поддерживать рентабельность при увеличении объемов деятельности.

Вопрос об участии в другом бизнесе (M&A) – это вопрос оценки доходности такого вложения и возможной выгоды от объединения.

Бай-бэк можно рассматривать не только как возврат денег акционерам, но и как приобретение своего же бизнеса, который для такого покупателя максимально понятен. При этом в качестве критерия для принятия решения можно использовать показатель $ROE/(P/BV)$ или несложными математическими преобразованиями этот показатель можно представить как E/P , где P – цена выкупа. По своему физическому смыслу это соотношение характеризует ожидаемую доходность вложения.

Очевидно, что если рыночная цена становится ниже балансовой ($P/BV < 1$), то это делает доходность (эффективность) вложений выше фактического ROE компании, и наоборот. Естественно, что абсолютное значение рентабельности (ROE) очень важно, при этом надо ориентироваться на то, каким оно будет в долгосрочной перспективе.

Кроме того, важным показателем является соотношение долга и собственных средств и наличие свободных денежных потоков. Иногда целесообразно даже привлечь кредит для проведения обратного выкупа. Но при этом стоит учитывать, что соотношение долга и собственных средств будет меняться

быстрее, так как увеличению размера долга будет соответствовать такое же уменьшение размера собственных средств.

Законодательство устанавливает ограничение на размер обратного выкупа – не более 10% от количества акций, находящихся в обращении. По сложившейся практике, если объем заявок на продажу превысит заявленный объем выкупа, то заявки будут удовлетворяться пропорционально. В предельном случае, если все акционеры воспользуются этой возможностью, то результат будет максимально близок по своей сути к выплате дивидендов: доли всех акционеров сохранятся, и все получают денежную выплату от компании, пропорциональную своей доле. Разница только в налоговом режиме такой выплаты.

Преимуществом бай-бэка для желающих продать крупный пакет акций является возможность сделать это по фиксированной цене, не оказывая давления на рынок. Теперь давайте разберемся, как бай-бэк влияет на тех, кто остается.

Если цена обратного выкупа близка к рыночной, то это действие может оказаться выгодным для тех акционеров, которые остаются, так как их доля увеличивается, и результаты компании будут делиться на меньшее количество собственников. Если бизнесу удастся при этом сохранить размеры прибыли, то автоматически растет рентабельность.

Теперь давайте разберемся с ситуацией, когда компании объявляют цену бай-бэка выше текущих рыночных цен. Это делается для того, чтобы повысить вероятность выкупа запланированного объема. В этом случае, чтобы не понести потери, участвовать в бай-бэке рекомендуется даже тем акционерам, которые не планировали продавать свои акции. Для повышения эффективности им следует использовать полученные деньги для приобретения этих акций на рынке по цене ниже цены выкупа.

Поясним эту идею на упрощенном примере. Представим компанию, у которой есть 100 акций по цене 1 руб. Для наглядности будем считать, что их рыночная цена (P) равна балансовой (BV) и это соотношение сохраняется. Компания объявляет выкуп 10% по цене 1,5 руб. Компания потратит на выкуп 15 руб., что уменьшит BV до 85 руб., и рыночная цена оставшихся в обращении 90 акций должна опуститься до 94 коп. (при условии сохранения соотношения $P = BV$).

Что делать акционеру, у которого 10%, или 10 акций? При соблюдении пропорциональности у него будет выкуплена как минимум одна акция по цене 1,5 руб. Стоимость оставшихся 9 акций составит $0,94 \times 9 = 8$ руб. 50 коп. плюс 1,5 руб., то есть акционер «остался при своем».

Теперь сравним двух акционеров, владеющих 10%: акционер «А» не воспользовался возможностью бай-бэка, а акционер «В» предъявил к погашению две акции. Результат акционера «А» – стоимость пакета из 10 акций составляет 9,44 руб., то есть убыток 56 коп. от снижения рыночной цены (так как $P = BV$). Результат акционера «В» – плюс 56 коп.: стоимость пакета из 8 акций – 7,56 руб. и выручка от выкупа – 3 руб.

Естественно, описанный пример – это очень упрощенная модель. Цель – наглядно продемонстрировать, что выкуп акций выше рыночной цены – это дополнительная «премия» акционерам, которую компания выплачивает за счет собственных средств.

В реальной жизни все сложнее. Если акционер, который получил в результате выкупа 1,5 руб., купит на вырученные деньги 1,59 акции по цене 94 коп., его пакет составит 10,59 акций или 11,76% от оставшихся 90 акций. А акционер «В» сможет купить 11,18 акций, или 12,42%. Но если все акционеры после выкупа захотят провести такую операцию, то соотношение $P = BV$ не сможет сохраниться, рыночная цена возрастет. Поэтому, если позволяют финансовые возможности, может быть целесообразно заранее приобрести акции на тот объем средств, который будет выручен в результате выкупа. Задача становится еще более многофакторной, если учитывать стоимость финансирования для такой покупки и т. д. и т. п.

Любопытно, что объявление цены выкупа выше рыночной имеет зеркальный эффект к дополнительному размещению по цене ниже рыночной. В этом случае акционеру также необходимо участвовать в дополнительной эмиссии, чтобы не понести потери.

Допустим, та же компания вместо выкупа объявляет дополнительное размещение 200 акций по цене 50 коп. Если акционер, владеющий 10%, воспользуется преимущественным правом и купит еще 20 акций за 10 руб., то у него будет 30 акций, на которые он потратил 20 руб. При этом рыночная стоимость акций опустится до 66 коп. (при условии $P = BV$). В этом случае наш акционер получит убыток 34 коп. по 10 акциям и прибыль 16 коп. по 20 акциям. Иначе говоря, «выйдет в ноль».

Если акционер сможет купить больше акций при реализации преимущественного права, то будет в выигрыше.

Объявление бай-бэка, как правило, свидетельствует о высокой экономической и корпоративной квалификации менеджмента и собственников. В западной практике это явление очень распространено из-за более высокого качества корпоративного управления. Там компании умеют не только привлекать средства на развитие, но и возвращать их акционерам, если это повышает эффективность бизнеса.

В России для многих компаний, особенно из сырьевого сектора, может быть целесообразно проводить бай-бэки, так как очевидно несоответствие очень низкой курсовой стоимости акций и финансовых результатов компаний, что отражается в их показателе P/BV , а также в соотношении ROE и рыночных процентных ставок. Но только наиболее продвинутые компании решаются на такие действия. Это говорит о том, что менеджменту и собственникам большинства компаний еще надо многому учиться.

Мы призываем крупных акционеров и менеджмент российских компаний, заинтересованных в повышении эффективности своего акционерного общества, оценить возможности этого механизма.

Государство также может обратить внимание на текущие показатели эффективности компаний и вместо кредитования нездоровой американской и

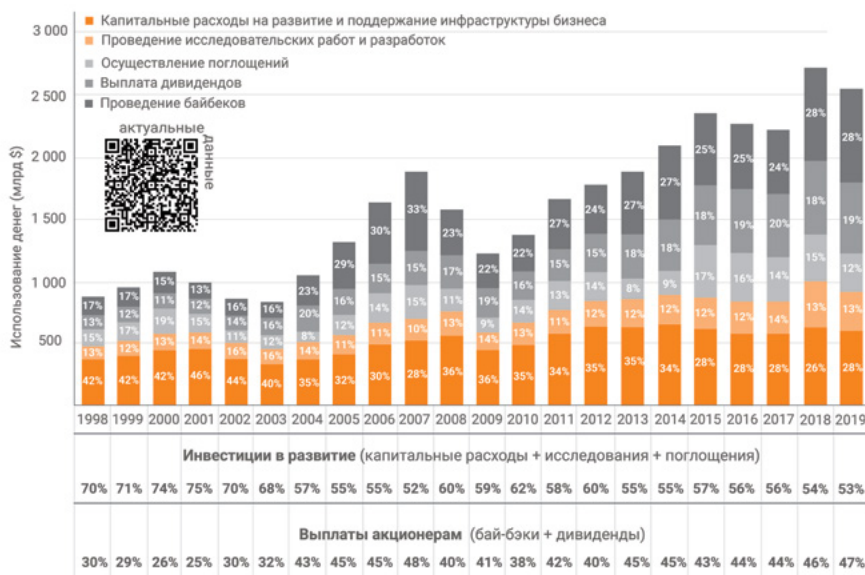
европейской экономик купить миноритарные пакеты эффективных российских компаний. Такая операция в 2008 году уже подтвердила свою эффективность. Это была одна из самых эффективных антикризисных мер правительства.

Выводы

- Бай-бэк – корпоративное действие, позволяющее повысить эффективность акционерного общества.
- Есть формальные показатели ROE и P/BV, которые позволяют оценить целесообразность бай-бэка и выплаты дивидендов.
- Чтобы избежать потерь акционерам рекомендуется участвовать в бай-бэке и дополнительной эмиссии, если цена отличается от рыночной.

P.S. Специалисты Goldman Sachs исследовали статистику по использованию денежных средств (cash) американскими публичными компаниями, входящими в индекс S&P 500. Собранные ими с 1998 г. данные представлены на диаграмме.

Американские компании направляют на развитие бизнеса 53% от своих денежных средств, а 47% выплачивают акционерам



Источник: Compustat and Goldman Sachs Global Investment Research

Размер выплат, направляемых на бай-бэки и дивиденды, ясно демонстрирует, что американские компании, как представители наиболее развитого рынка ценных бумаг, активно используют модель управления акционерным капиталом (МУАК). Они не отдадут на откуп инвесторам систему ценообразования своих акций и активно управляют собственной

капитализацией, используя обратные выкупы, а также повышают привлекательность бизнеса, выплачивая дивиденды. При этом из статистики видно, что средства, направляемые на проведение бай-бэков, больше, чем выплаты по дивидендам.

В материале «Кто знает и определяет цену акций?» мы писали: «Знание того, что в случае если динамика цены акций не отразит достижений в виде прибыли, компания обязательно предпримет действия, направленные на выкуп и курсовой рост собственных акций, что приведет к тому, что инвесторы будут сами не бояться покупать акции и задавать курсовой рост на ту часть прибыли, которая остается в компании».

Именно так и происходит на американском фондовом рынке. Его прогрессивность основана не только на грамотных инвесторах, но и на разумных действиях по управлению акционерным капиталом со стороны бизнеса, что, в свою очередь, позволяет привлекать грамотных инвесторов. Но важно следить, чтобы подобная практика не приводила к перекосам в другую сторону, когда компания все свои средства пускает на выкуп акций по завышенным ценам.

◆ В рамках курса «Аспирантура» следующим читайте материал 12.4. Откуда берется дисконт между обыкновенными и привилегированными акциями?



Видеоматериалы по теме на канале «Арсгера» в YouTube: плейлист «Лекториум».

12.3. Суть привилегированных акций

Привилегированные акции («префы») – это нечто среднее между долговыми инструментами (облигациями) и долевыми инструментами (акциями).

С точки зрения прав кредитора у компании есть обязательства выплатить определенный доход по привилегированным акциям. Именно поэтому дивиденд по «префам» должен быть очень четко определен и, самое главное, определим, и эти обязательства закрепляются в главном документе общества – в уставе. Поэтому мы считаем, что если в соответствии с уставом по привилегированным акциям есть дивиденд, то это обязательство общества и объявление этих дивидендов на собрании владельцами обыкновенных акций не более чем техническая процедура! Фактически, если решение не принято, то владелец имеет право требовать (как и обычный кредитор) погасить задолженность перед ним через суд. У судов по этому поводу другое мнение. Об этом и о том, что если дивиденды объявлены (принято решение на собрании), но не выплачиваются, чуть ниже.

С точки зрения прав собственника (акционера) у владельца привилегированной акции тоже появляются права (право голоса) в ситуации, когда, например, у общества убыток и дивидендов по привилегированным акциям нет. Это логично, так же как у кредитора появляются права (вплоть до банкротства и назначения конкурсного управляющего – фактически исполнительного органа) при невыплате долга. То есть участвуя в собрании, владельцы привилегированных акций получают возможность повлиять на оперативное управление компанией для исправления ситуации. Также у владельцев «префов» есть право на стоимость при ликвидации наравне с обыкновенными акциями, что является сутью долевого инструмента «префов».

Если общество функционирует с прибылью и исправно выплачивает дивиденды по «префам» в соответствии с уставом, привилегированные акции превращаются в облигацию с переменным купоном (например, процент от прибыли), неопределенным сроком погашения (срок существования общества) и телом погашения (стоимость при ликвидации).

В случае если по привилегированным акциям не принято решение о выплате дивидендов независимо от причины, они становятся голосующими. Существует интересная коллизия в причинах непринятия решения о выплате дивидендов по привилегированным акциям.

1. Отсутствие прибыли. Тогда нет физической возможности выплатить дивиденды, и вполне логично, что у кредиторов появляется право вмешиваться в оперативное управление обществом. При этом следует отметить, что денежных обязательств может и не быть (например, дивиденды как процент от чистой прибыли), и тогда владельцам «префов» требовать нечего (это и были их предпринимательские риски, а условия были закреплены уставом).

2. Прибыль присутствует. По уставу размер дивидендов определен и должен был быть объявлен на общем собрании акционеров, но решение не принято владельцами обыкновенных акций (коих всегда большинство, так как «префов» не может быть больше чем 25% от уставного капитала). Акционеры «обычки» могут не захотеть платить владельцам «префов», то есть не будут объявлять (голосовать) дивиденды по «префам». И так может длиться вечно! Именно поэтому мы считаем это неправильным и настаиваем на том, что обязательства по «префам» безусловны, и, по сути, не требуют одобрения общим собранием, что это не более чем техническая процедура и, если она не реализована, то можно и нужно провести ее через суд.

В законе об АО есть пробел – не предусмотрено право требовать объявления положенных по уставу дивидендов по «префам». Мы считаем, что это ошибка перевода (наш закон об АО переводной) именно в понятии «объявленные дивиденды». По большому счету закону не хватает одной фразы: дивиденды, размер которых прописан в уставе, считаются объявленными при наличии чистой прибыли. Мы надеемся, что это уточнение будет внесено в закон об АО.

Сейчас суды, не понимая смысла инструмента под названием привилегированные акции, строят свою позицию на том, что единственным последствием невыплаты считается наделение «префов» правом голоса. Но это право часто не дает ничего, так как из-за низкой доли «префов» они не могут изменить ситуацию при голосовании. Однако мы считаем, что рано или поздно суды придут к правильному отношению, сейчас же приходится рассчитывать на уровень корпоративного управления той или иной компании, на понимание своих истинных обязательств и прав владельцами обыкновенных акций.

Что же касается позитивных изменений в законодательстве, то они потихоньку идут в означенном направлении. В конце 2010 года в закон были внесены изменения, предусматривающие право требовать выплаты объявленных дивидендов (можно было объявить дивиденды и не платить), а с 2015 года максимальный срок на выплату объявленных дивидендов – не более 25 рабочих дней с даты фиксации реестра акционеров, имеющих право на получение дивидендов.

Выводы

- Привилегированные акции – это финансовый инструмент, находящийся на стыке между облигациями и обыкновенными акциями. В случае, если дивиденды исправно выплачиваются, то привилегированные акции – это, скорее, облигации с переменным купоном. Если не выплачиваются, то они ближе к обыкновенным акциям.
- Мы не сомневаемся, что рано или поздно и инвесторы, и эмитенты, и суды, и законодатели разберутся в смысле механизма привилегированных акций. Позитивные изменения в этом направлении уже идут.

■ В рамках курса «Университет» следующим читайте первый материал Главы 13. Какая отчетность должна быть у каждого инвестора?

12.4. Откуда берется дисконт между обыкновенными и привилегированными акциями?

На российском фондовом рынке обращается достаточно большое количество выпусков привилегированных акций. Исторически их дисконты (разница в цене) относительно обыкновенных акций являются достаточно высокими. При этом инвесторы зачастую не отдают себе отчета в том, почему вообще существует такой дисконт, должен ли он быть одинаков для всех привилегированных акций, и если нет, то от чего он зависит?

Разница в оценке привилегированных акций предоставляет дополнительные возможности по повышению результативности работы на фондовом рынке, так как здесь появляется вторая составляющая результата: помимо потенциальной доходности обыкновенной акции эмитента возникает еще и возможность сокращения дисконта между привилегированными и обыкновенными акциями.

Чтобы выявить возможность сокращения дисконта, необходимо понять, от чего зависит его размер.

От чего зависит размер дисконта?

В настоящий момент мы выделили три основных группы факторов, влияющих на размер дисконта.

1. Соотношение ликвидности (размер среднедневного оборота) обыкновенных и привилегированных акций эмитента.
2. Соотношение долей чистой прибыли, выплачиваемой акционерам обоих типов акций в течение определенного промежутка времени, и остаточной стоимости при ликвидации. Фактически, это соотношение размера дивидендов к остаточной стоимости при ликвидации.
3. Уровень корпоративного управления (КУ) эмитента.

Каждый из факторов можно измерить количественно, и все они влияют на расчет справедливого дисконта.

В результате наших исследований выяснилось, что заметное влияние на дисконт оказывает наличие и объем позиций портфельных инвесторов на фондовом рынке. Если в структуре инвесторов растет доля «портфельщиков», дисконты сокращаются. Интересный момент: на пиках рынка (как правило, доля «портфельщиков» максимальна) дисконты между «префами» и «обычкой» минимальны. Но для прогнозирования дисконтов это наблюдение использовать сложно.

Как использовать расчетный справедливый уровень дисконта?

После расчета справедливого дисконта для определения потенциальной доходности привилегированных акций мы используем потенциальную доходность обыкновенных акций, скорректированную на величину этого дисконта – увеличиваем её (если дисконт должен сокращаться) и уменьшаем (если дисконт должен расти) на соответствующий коэффициент.

Пример анализа акций по группам факторов, влияющих на размер дисконта

Рассмотрим влияние данных факторов на примере компании, у которой в уставе в части привилегированных акций:

- прописан дивиденд в виде процента от прибыли;
 - есть оговорка, что дивиденд на одну обыкновенную акцию не может быть больше дивиденда на одну привилегированную;
 - определена остаточная стоимость при ликвидации наравне с обыкновенными акциями (стоит отметить, что даже если это не оговорено уставом, данное условие вытекает из закона об АО).
- 1. Соотношение ликвидности.** Используя разработанную в компании шкалу, проводим сравнение ликвидности. Ликвидность, как правило, выше у обыкновенных акций, так как их количественно больше («префов» не может быть более 25% от уставного капитала), но бывают и исключения из-за разного размера фри-флоата. При наличии хорошего уровня ликвидности по обоим типам акций (например, как по акциям ПАО Сбербанк) эта часть дисконта равна нулю.
 - 2. Соотношение долей чистой прибыли и остаточной стоимости при ликвидации.** Эта часть дисконта нулевая, если же размер дивиденда на акцию по «префам» больше, то «преф» по этому критерию должен стоить дороже.
 - 3. Уровень КУ** – наиболее сложный и менее формальный фактор, поэтому его стоит рассмотреть отдельно.

Уровень корпоративного управления как фактор, влияющий на размер дисконта

Если уровень КУ у компании высокий, то дисконта быть не должно, так как владельцу «префов» нет никакой необходимости вмешиваться в деятельность эффективной компании и у него никто не ворует. И действительно, зачем право голоса портфельному инвестору, если не воруют и управляют хорошо, а финансовый результат делится честно в соответствии с уставом?

Если всё по-честному, то стоимость «префов» может и даже должна быть выше, чем у «обычки».

Рассмотрим, какие риски (потери доходов на акцию) существуют у владельцев привилегированных акций в компаниях с невысоким уровнем КУ:

- риск размытия балансовой стоимости (по сути, остаточной стоимости при ликвидации) через дополнительную эмиссию;
- вывод чистой прибыли (формально и неформально) – занижение базы для определения дивидендов;
- непринятие решения о выплате (см. «Суть привилегированных акций»).

В компании разработана специальная методика для оценки качества КУ, которая используется для прогнозирования дисконта привилегированных акций к обыкновенным.

В заключение хотелось бы отметить, что если внимательно проанализировать все группы факторов, то дисконт «префов» к «обычке» – это в большей степени характеристика качества КУ компании и, как следствие, страхов портфельных инвесторов по отношению к честности мажоритария. Если вспомнить корпоративные преобразования в компаниях с высоким уровнем КУ, то они конвертировали «префы» в «обычку» один к одному (например, ЛУКОЙЛ). Также важно отметить, что в дисконте заложен и уровень понимания смысла финансового инструмента под названием «привилегированная акция». Есть такой фактор X, когда владельцы «префов» из года в год получают доходов на акцию больше, а курсовой рост одинаковый, но дисконт существует, и достаточно большой. Что это? Непонимание инвесторов или будущие риски КУ? Непонимание одних, что нельзя воровать, и неразумие других, что получение больших доходов, приводит к такому явлению как «неправильный дисконт».

Выводы

- Дисконт между обыкновенными и привилегированными акциями возникает из-за различий в сути данных инвестиционных инструментов.
- Основные факторы возникновения дисконта:
 - разница в ликвидности;
 - разница в соотношении долей чистой прибыли и стоимости при ликвидации;
 - уровень КУ.
- Обычно при высоком уровне КУ не возникает большого дисконта.

◆ В рамках курса «Аспирантура» следующим читайте материал 14.2. Место и роль компаний, управляющих капиталом, в экономике.

12.5. Блеск и нищета DCF

Метод DCF (discounted cash flow), или метод ДДП (метод дисконтированных денежных потоков), является одним из наиболее популярных методов оценки стоимости компании. Но популярность метода не означает его эффективности в практической деятельности.

Метод DCF базируется на утверждении, что стоимость компании является суммой дисконтированных денежных потоков компании.

Раскроем подробнее термины из данного определения.

- Денежный поток – денежные средства, остающиеся в распоряжении компании после финансирования всех ее инвестиций и операционной деятельности.
- Дисконтирование – способ сопоставления денежных потоков, получаемых в разные сроки. Дисконтирование осуществляется путем приведения размера будущих денежных потоков к их размеру в настоящем с использованием ставки дисконтирования.
- Ставка дисконтирования – требуемая инвестором доходность от вложений в компанию.

Для оценки стоимости компании прогнозируются денежные потоки компании до определенного момента времени (например, на 5 лет) и потоки в постпрогнозный бесконечно длинный период. Затем рассчитывается ставка дисконтирования и с ее помощью прогнозы по потокам приводятся к текущему времени. Все полученные потоки суммируются, и получается оценка стоимости на данный момент.

Рассмотрим упрощенный пример расчета стоимости компании по методу DCF.

1. Расчет и прогноз денежного потока в прогнозный период (млн руб.).

Показатель	1-й год	2-й год	3-й год	4-й год	5-й год
Чистая прибыль	100	110	120	150	150
+ амортизация	10	10	30	30	20
+/- изменение оборотного капитала	-20	-20	-50	-40	10
+/- инвестиционные вложения	-10	-50	-50	-150	-120
+/- изменение кредиторской задолженности	-50	0	0	50	0
Денежный поток	30	50	50	40	60

Поясним, что изменение размера оборотного капитала идет со знаком «плюс» в случае уменьшения капитала и со знаком «минус» в случае увеличения (изменение может происходить, например, в связи с изменением цен на сырье для производства). К инвестиционным вложениям относятся капитальные затраты (необходимые для развития или поддержания бизнеса), которые идут со знаком «минус»; продажа основных средств означает сокращение инвестиционных вложений и идет со знаком «плюс».

Как правило, в прогноз по долговой нагрузке закладывается только ее увеличение (со знаком «плюс»), так как заранее спрогнозировать, что кредитор решит досрочно вернуть свои средства, проблематично. Это так называемая «концепция вечного рефинансирования», предполагающая, что компания в любой ситуации сможет рефинансировать свои долги. На практике всегда существуют условия, при которых кредитор может потребовать досрочно вернуть выданные средства. В кризис многие банки использовали для этого формальные поводы, взять новые кредиты было практически невозможно. Это приводит к резкому сокращению денежного потока и может привести к банкротству компании.

2. На втором этапе рассчитывается ставка дисконтирования (ставка «r»).

Мы не будем подробно рассматривать способы расчета ставки дисконтирования. Отметим лишь, что чаще всего используется метод WACC, которому мы посвятили отдельный материал.

В нашем примере мы будем использовать ставку дисконтирования 10%.

3. Для расчета денежного потока в постпрогнозный период необходимо определить ставку устойчивого роста денежного потока компании в этот период.

Допустим, в нашем примере денежный поток компании будет увеличиваться с темпом в 2% в год (ставка «g»). Тогда с помощью формулы Гордона рассчитывается денежный поток в постпрогнозный период, приведенный к последнему прогнозируемому году:

$$CF_{\text{пост}} = CF_{n+1} / (r - g),$$

где CF_{n+1} – денежный поток за первый год постпрогнозного периода (для расчета необходимо денежный поток за последний год прогнозного периода увеличить на темп роста по следующей формуле: $CF_{n+1} = CF_n * (1 + g)$);

g – предполагаемый (прогнозируемый) темп роста денежного потока на бесконечный по времени период;

r – ставка дисконтирования.

Подставляя значения составляющих в формулу Гордона, рассчитываем денежный поток в постпрогнозный период для нашего примера:

$$CF_{\text{пост}} = 60 * 1,02 / (0,10 - 0,02) = 765$$

4. На четвертом этапе дисконтируются все рассчитанные денежные потоки.

Для этого размер денежного потока делится на ставку дисконтирования по следующей формуле:

$$CF_{\text{диск}} = CF_j / (1 + r)^j,$$

где **j** – год прогноза;

CF_j – денежный поток за определенный год прогноза.

	1-й год	2-й год	3-й год	4-й год	5-й год	Постпрогн. период
Денежный поток	30	50	50	40	60	765
Коэффициент дисконтирования	1,10	1,10 ²	1,10 ³	1,10 ⁴	1,10 ⁵	1,10 ⁵
Дисконтированный денежный поток	27,3	41,3	37,6	27,3	37,3	475,0

5. Итоговая стоимость по методу DCF получается суммированием полученных дисконтированных денежных потоков.

В нашем примере стоимость компании составила 646 млн руб.

Идея о том, что стоимость компании зависит от способности этой компании генерировать денежные потоки для акционеров, сама по себе нареканий не вызывает. Используемый математический аппарат прост и понятен, что также явилось одной из причин его активной популяризации. Однако, в процессе прикладного использования метода DCF можно выявить несколько существенных недостатков.

1. Высокая чувствительность прогноза к ставке дисконтирования и размеру денежных потоков.

Допустим, спустя некоторое время после нашего первоначального прогноза (646 млн руб.) ставка дисконтирования увеличилась всего на 2 процентных пункта до 12%. Это приведет к изменению текущей оценки стоимости на 21% (снижение цены до 509 млн руб.).

Изменение в прогнозе прибыли или других показателей, участвующих в расчете денежного потока, также приведет к существенному изменению в оценке компании. Допустим, закладываемая в расчет прибыль, начиная со второго года прогноза, уменьшилась на 20%. Это приведет к уменьшению оценки стоимости компании на 48% (до 333 млн руб.).

2. Высокая чувствительность к входным данным является следствием другого недостатка – использования бесконечно длинного периода прогнозирования.

Если сложно точно прогнозировать экономические показатели на 1 год вперед, то на 5-10 лет вперед практически невозможно. Учитывая большое количество переменных, участвующих в прогнозе, вероятность ошибки очень высока. А высокая чувствительность к ошибкам приводит к значительным искажениям в оценке стоимости.

3. В рамках метода DCF считается, что весь денежный поток, используемый в расчетах, доступен акционерам. На практике ситуация, когда денежный поток в полном объеме является доступным для акционеров, является скорее исключением, чем правилом. Зачастую выплаты по дивидендам даже в ближайшие прогнозные годы меньше размера денежного потока.

4. Доля, которую вносит постпрогнозный период в оценку компании, может быть крайне высока (в нашем примере 74%). Такое соотношение может говорить о том, что в ближайшей перспективе денежные потоки компании не вызывают оптимизма, в то время как в отдаленной (а точнее – бесконечной) перспективе можно заложить внушительный рост, который и даст значительный вклад в сегодняшнюю оценку стоимости бизнеса. К сожалению, как мы писали ранее, прогнозировать с приемлемой точностью даже на 5-10 лет вперед невозможно.

Как видно, практическое использование метода DCF осложняется несколькими существенными недостатками. Более того, эти недостатки создают простор для манипуляций, который могут использовать в своих целях недобросовестные аналитики или инвестбанкиры. От одного и того же инвестиционного дома в короткий промежуток времени можно получить совершенно разные оценки компании, планирующей проведение IPO, причем снижение оценки стоимости, как правило, происходит сразу после IPO.

Тем, кто все же использует данный метод или ориентируется на оценки, полученные при его применении, мы бы хотели дать несколько рекомендаций, на которые необходимо обращать внимание при использовании метода DCF.

- Ставка дисконтирования – это доходность, требуемая инвестором от вложений в оцениваемый бизнес (акции компании). Поэтому обращайте внимание на ее расчет и размер. Парадоксальной выглядит ситуация, когда размер ставки дисконтирования в DCF ниже, чем размер доходности по торгуемым в данный момент на рынке облигациям оцениваемой компании.
- Необходимо обращать внимание на распределение денежных потоков в прогнозный и постпрогнозный период. Если вклад денежных потоков первых пяти лет в оценку компании меньше 30%, то это может говорить о крайне низкой вероятности реализации прогноза и «ставке на будущее», которое невозможно предсказать.
- Несмотря на то, что на практике денежный поток не в полном объеме выплачивается в виде дивидендов, это не повод для огорчения. Дивиденд – это всего лишь одна из форм извлечения выгоды акционером от вложений в долевые инструменты. Куда более важным является рост курсовой стоимости. Даже будучи направленной на капитальные затраты прибыль остается в компании (увеличивая ее балансовую стоимость) и продолжает работать в интересах акционеров под ставку рентабельности собственного капитала (ROE). В случае если ROE компании выше рыночных ставок доходности, то реинвестирование денежного потока может быть более выгодным для акционеров, нежели выплата дивидендов (за счет более высокого темпа увеличения стоимости бизнеса). Поэтому наравне с денежным потоком необходимо учитывать размер чистой прибыли и долю инвестиций в чистой прибыли.

12.6. Почему мы не используем методик WACC при расчете ставки дисконтирования

Поясним, что ставка дисконтирования – это требуемая инвестором доходность, на которую он ориентируется при инвестировании в тот или иной актив.

Методика WACC (weighted average cost of capital, или средневзвешенная стоимость капитала) используется при расчете ставки дисконтирования в рамках модели дисконтирования денежных потоков (DCF, или Discounted cash flow).

Рассчитывается WACC следующим образом: значение собственного капитала компании умножается на стоимость собственного капитала (может быть рассчитана методом CAPM, описанным в материале «Модель CAPM и показатель бета») и прибавляется сумма долгов компании, умноженная на стоимость долга (минус ставка налога на прибыль). Результат делим на сумму долга и собственного капитала:

$$\text{WACC} = (E * R_e + D * R_d * (1 - t)) / (D + E),$$

где **E** – значение собственного капитала;

D – долг компании;

R_e – стоимость собственного капитала;

R_d – стоимость долга;

t – ставка налога на прибыль.

Аналитики компании Арсагера не используют WACC, так как при его использовании возникает ряд противоречий. Например, если у компании большая доля заемных средств, то ставка дисконтирования будет стремиться к стоимости долгового финансирования. Это противоречит здравому смыслу, ведь чем выше долг компании, тем выше риск банкротства. Рациональный инвестор готов брать на себя больший риск (покупать акции) только в том случае, если прогнозируемая доходность по ним превысит доходность по облигациям этой компании. Кроме того, методика расчета WACC не включает в себя премии и за другие возможные риски, которые существуют при инвестировании в акции.

В рамках нашей методики вычисления ставок дисконтирования мы исходим из теоретической предпосылки о тесной связи между доходностью долговых инструментов (облигаций) и долевых инструментов (акций). Ведь как мы уже говорили, инвестор готов брать на себя больший риск (покупать акции) только в том случае, если прогнозируемая доходность по ним превысит доходность по облигациям на размер определенных премий за риск. Более подробно наш подход изложен в материале «Доходность, которую хочет получить инвестор при вложении денег в акции».

12.7. Модель CAPM и показатель бета

Capital Asset Pricing Model (CAPM) – модель оценки финансовых активов. Считается, что данная модель позволяет определить требуемый уровень доходности актива с учётом рыночного риска этого актива. Данная модель используется при расчете стоимости собственного капитала для получения ставки дисконтирования в рамках методики WACC.

В модели CAPM требуемая доходность рассчитывается исходя из исторической доходности фондового рынка, некой «безрисковой» ставки и коэффициента бета:

$$R = R_f + \beta * (R_m - R_f),$$

где **R** – требуемая норма доходности;

R_f – безрисковая ставка доходности (как правило, ставка по государственным облигациям);

R_m – средняя доходность рынка за определенный период;

β – коэффициент бета, который отражает чувствительность доходности ценной бумаги к изменениям доходности рынка в целом.

На наш взгляд, данная модель обладает несколькими весьма существенными недостатками.

- В рамках CAPM используется коэффициент бета. Классическое представление о коэффициенте бета сводится к тому, что он характеризует волатильность инвестиционного инструмента относительно волатильности рынка (индекса). При этом под волатильностью инструмента подразумевается его риск для инвестора. В таком определении есть своя логика, которая была высказана Марковицем: большая амплитуда колебаний, по его мысли, свидетельствует о большей непредсказуемости поведения цены. Эта аксиома притягательна своей простотой, ведь получается, что риски инвестирования заложены в бету. Но, к сожалению, поведение акции в прошлом ничего не говорит о ее будущих рисках. Бета была бы эффективна только в том случае, если бы можно было вернуться в прошлое и использовать сегодняшнее значение беты для выбора акций.
- Для долгосрочного инвестора, который регулярно осуществляет вложения в акции, волатильность инструмента только на пользу, для него важен конечный результат, а не поведение цены акции в конкретный момент времени.
- Расчет требуемой доходности в рамках данной модели базируется на средних исторических данных. При этом исторические данные разной глубины могут дать совершенно разные конечные значения, однозначного ответа, какой диапазон данных использовать, нет.

Наш подход к вычислению ставки дисконтирования изложен в материале «Доходность, которую хочет получить инвестор при вложении денег в акции».

12.8. Зачем нужна EBITDA?

EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) – это показатель прибыли компании без учета налогов, процентов (как полученных, так и уплаченных) и амортизации, а также до переоценки активов. Очень удачно формула расчета EBITDA представлена в Википедии:

Чистая прибыль + Расходы по налогу на прибыль – Возмещённый налог на прибыль (+ Чрезвычайные расходы) (– Чрезвычайные доходы) + Проценты уплаченные – Проценты полученные = EBIT + Амортизационные отчисления по материальным и нематериальным активам – Переоценка активов = EBITDA

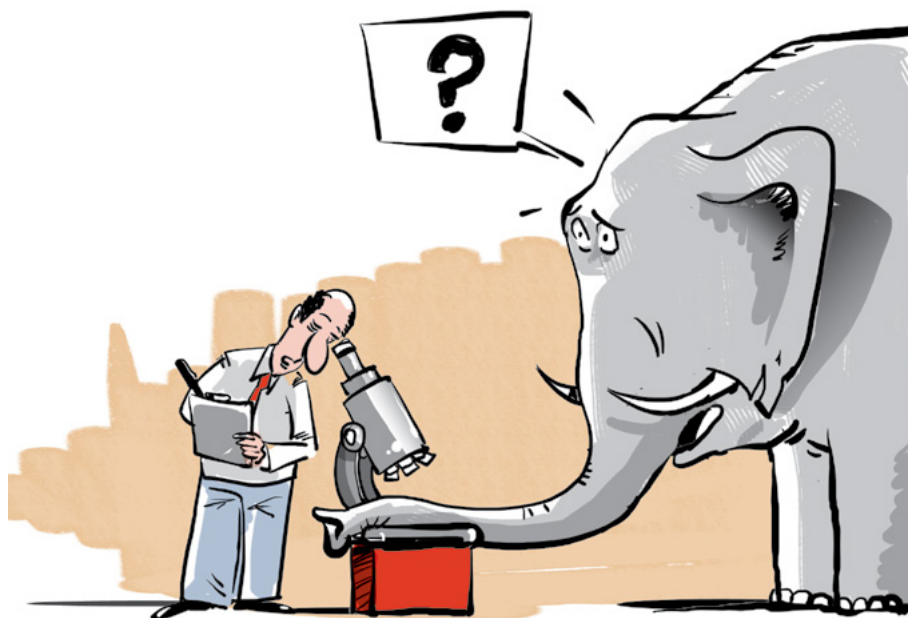
Основной причиной популярности этого показателя стала его универсальность. Он позволяет сравнивать компании с различными учетными политиками (например, в части учета амортизации или переоценки активов) и различными условиями налогообложения. В частности, в России этот показатель приобрел популярность у аналитиков, так как считается, что он позволяет сравнивать российские компании и их зарубежные аналоги с целью получить некую «справедливую» стоимость российских компаний.

EBITDA – это промежуточный показатель деятельности компании, позволяющий взглянуть на эффективность компании, «как если бы» у нее не было ни долга, ни затрат на инвестиции, ни финансовых вложений, ни налоговой нагрузки. То есть, фактически, оценить операционный результат бизнеса. Однако данный показатель не дает полного представления об эффективности деятельности компании. Например, компания может практически бесконечно наращивать уровень долгового финансирования, что может привести к тому, что показатель EBITDA будет на крайне высоком уровне, но чистой прибыли у компании не будет вообще, так как большую часть средств придется выплачивать за обслуживание долга.

Одним из критиков использования показателя EBITDA для анализа является Уоррен Баффет, о чем он писал в ежегодном отчете Berkshire Hathaway (2002). Он связывал это с тем, что компания может потратить миллиардные суммы на покупку оборудования и инвестиции, но эти вполне реальные затраты не будут отражены в показателе EBITDA.

В рамках системы управления капиталом, действующей в нашей компании, мы рассматриваем вложения в акции компании как вложения в ее бизнес, соответственно, привлекательность вложений определяется фундаментальными характеристиками деятельности эмитента. Одной из основных фундаментальных характеристик является чистая прибыль компании. Ведь чистая прибыль – это тот денежный поток, который может быть доступен акционерам, а следовательно, является основным критерием эффективности деятельности компании. Таким образом, с учетом количества недостатков показателя EBITDA, на наш взгляд, целесообразнее использовать чистую прибыль как основной показатель при оценке компании.

Однако, используя этот показатель, стоит детально анализировать каждую из составляющих прибыли. Если чистая прибыль компании подвержена существенным колебаниям, необходимо четко понимать, из-за чего это происходит, были ли это разовые поступления, рост бизнеса или какие-либо другие причины. Это нужно для того, чтобы в итоге получить стабильный прогноз по значению чистой прибыли и в дальнейшем использовать его для прогнозирования стоимости акций компании.



12.9. Чистый денежный поток

Основой для расчета чистого денежного потока (FCF – free cash flow) является чистая прибыль, поэтому волатильность денежного потока, как правило, выше волатильности прибыли. Здесь могут быть исключения, при которых изменение прибыли компании компенсируется противоположным изменением объемов кредитования или капитальных затрат. Кроме того, волатильность прибыли учитывается участниками рынка в размере требуемой доходности: здесь можно привести пример нефтяных компаний и компаний розничной торговли. У первых исторически среднеотраслевой коэффициент P/E значительно ниже (требуемая доходность от вложений выше) ввиду высокой волатильности прибыли.

Перечислим основные недостатки использования коэффициента P/FCF.

Во-первых, считается, что чистый денежный поток выражает сумму денежных средств, которую компания может направить на выплату дивидендов. Но правильно ли покупать акции, оценивая только их потенциальные дивидендные выплаты? Дивиденд – это всего лишь одна из форм извлечения выгоды акционером от вложений в долевые инструменты. Куда более важным является рост курсовой стоимости, и здесь важным обстоятельством является эффективность капитальных вложений (размер которых вычитается из чистой прибыли при расчете чистого денежного потока) и рентабельность собственного капитала. Нужно четко понимать, что даже будучи направленной на капитальные затраты прибыль остается в компании (увеличивая ее балансовую стоимость) и продолжает работать в интересах акционеров под ставку рентабельности собственного капитала (ROE) компании.

Во-вторых, увеличение кредитования сказывается на увеличении чистого денежного потока. Можно привести пример с двумя компаниями. Одна заработала за год 10 руб. прибыли и имеет, например, денежный поток 10 руб., другая показала убыток 5 руб., но за счет кредита в размере 15 руб. ее денежный поток также будет равен 10 руб. Получаем разные по результативности компании с одинаковым денежным потоком.

В-третьих, на практике чистый денежный поток очень редко в полном объеме является доступным для акционеров, то есть не выплачивается в виде дивидендов. К тому же это сугубо теоретическая цифра, при прогнозировании которой можно сильно ошибиться, так как она содержит большое количество переменных.

Мы оцениваем компании, исходя из их способности генерировать для акционеров прибыль, а не разновидности денежных потоков. Поэтому в первую очередь мы используем показатель ROE, который является отражением эффективности бизнеса.

Для оценки стоимости бизнеса в компании Арсагера используются коэффициенты P/E, P/BV, P/S, каждый из которых можно представить через соотношение ставок рентабельности и рыночных ставок требуемой

доходности. Коэффициент P/FCF не несет в себе фундаментального смысла, его невозможно представить через соотношение ставок и поэтому, используя его, нельзя сказать, сколько должна стоить компания.

Отметим, что при оценке бизнеса мы согласуем между собой стоимости, полученные исходя из коэффициентов. Поэтому, даже если прибыль у конкретной компании очень нестабильна, оценка по коэффициентам P/BV и P/S позволяет стабилизировать итоговый прогноз стоимости.



12.10. Инвестиции в жизни человека и общества

Положение вещей № 1

Три статуса человека – потребитель, работник, собственник (инвестор) – находятся в тесной взаимосвязи. Гармоничный рост этих ролей у человека и означает повышение уровня жизни отдельно взятого индивидуума и общества в целом. Подробнее об этом читайте в материале «Зачем нам фондовый рынок?»

Положение вещей № 2

Роли человека с течением жизни меняются – это логично с учетом того, что человек с годами становится мудрее, но постепенно теряет физическую форму. Потребителем каждый из нас является с момента рождения и до самой смерти, естественно, с особенностями, присущими каждому возрасту. А вот роль работника у человека с годами все больше переходит в роль собственника, и это правильно и очень важно с точки зрения жизни современного общества и достойной жизни в нем каждого отдельного человека.

Положение вещей № 3

Роль инвестиций для высокого уровня жизни крайне важна. В цепочке «нищета – нечего инвестировать» нищета является следствием отсутствия инвестиций, а не отсутствие инвестиций следствием нищеты. Причина и следствие в данном случае большинством людей воспринимается неверно, поэтому крайне сложно вырваться из этого замкнутого круга. Действительно, именно собственники дают жизнь тому или иному бизнесу, который создает рабочие места и производит товары и услуги. И именно таким образом генерируется человеческая активность на благо друг друга. Отсутствие или слабое развитие института собственности приводит к деградации человеческого общества и низкому уровню жизни: негде работать и создавать, нет доходов, нет производства товаров и услуг (в итоге нет ни спроса, ни предложения – нищета).

Положение вещей № 4

В странах с низким уровнем жизни низкая финансовая грамотность населения. В таких странах часто процветает коррупция. Опишем одну из причин ее устойчивости в подобных условиях.

Мы не будем приводить рецепты искоренения коррупции, а лишь расскажем, почему коррупционер в отсутствии развитого института инвестиций попадает в некий порочный круг, который не может покинуть.

Действительно, получая деньги в результате использования какой-либо коррупционной схемы, человек начинает существовать в соответствии с этими поступлениями, а постоянный риск уголовного преследования дополнительно толкает его жить, что называется, на «всю катушку». Поэтому мы часто видим

атрибуты «красивой жизни» у людей, причастных к коррупции. Со временем любой человек привыкает к такому образу жизни, если конечно с ним не случится просветление, но это бывает редко, так как участники коррупционных схем, хотя и обладают определенными выдающимися качествами характера, но не дотягивают по такой категории, как мудрость.

Понимание того, что финансирование потребностей осуществляется исключительно поступлениями от функционирования коррупционной схемы, коррупционер всячески оберегает и защищает условия ее существования, не говоря уже о том, что придумываются и внедряются новые схемы. То есть вместо того, чтобы один раз украсть и жить, приходится воровать постоянно. Поэтому нанесение вреда обществу носит длящийся характер, что значительно хуже кратковременного воздействия. Коррупционер не может остановиться, нанося все больший и больший урон своей стране и гражданам.

Если бы коррупционер проинвестировал в какой-то момент сумму, которая в качестве отдачи смогла бы обеспечивать потребности такого человека, то, по крайней мере, когда-то негативный процесс мог бы прекратиться. Невольно вспоминается фраза Джона Рокфеллера: «Я могу отчитаться за каждый заработанный миллион, кроме первого». Конечно, любое воровство – это плохо, но если выбирать из двух вариантов, то второй все же лучше для общества, так как в этом случае человек дрейфует из разрушения в созидание. Со сменой поколений этот процесс становится более очевидным – наследникам уже нет необходимости воровать, можно эксплуатировать имеющийся капитал абсолютно легально.

Также становится очевидным, что защита инвестиций должна быть обеспечена нормальным функционированием системы правосудия. Появляется стимул и резон развития и совершенствования законов и правовых институтов, что также положительно сказывается на инвестиционном климате, экономическом росте и, как следствие, уровне жизни всего общества (подробнее см. «Ситуация в системе Российского правосудия, или Угроза национальной безопасности»).

Доказательством этих доводов является и то, что коррупционеры выводят часть средств и инвестируют за рубежом, на территориях правовых государств.

Идеального общества не существует, но есть механизмы, улучшающие общественное устройство.

- В рамках курса «Факультатив» следующим читайте материал 14.1. Что означает слово «Арсатера»?

Глава 13. Какая отчетность должна быть у каждого инвестора

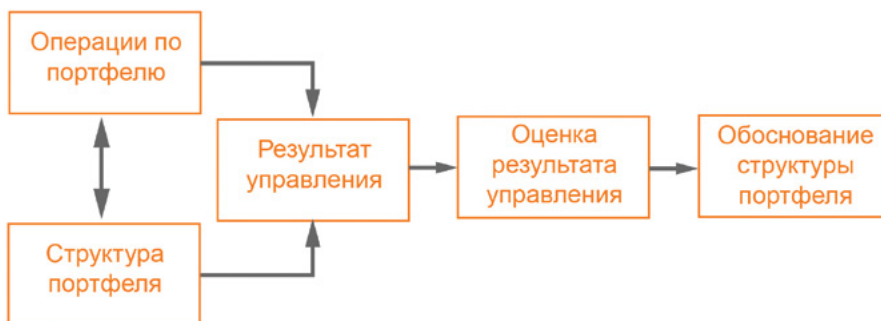
Этот материал является отправной точкой в цикле материалов об отчетности. В нем рассматриваются общие принципы составления, назначение и взаимосвязь конкретных отчетов.

При сотрудничестве с доверительным управляющим инвестор выступает «заказчиком» услуги по управлению капиталом, поэтому инвестору важно знать, как принять работу и оценить ее качество. Если же инвестор вкладывает деньги самостоятельно, то он одновременно является и «заказчиком», и исполнителем. Несмотря на более высокий уровень доверия к своим решениям, инвестору необходимо иметь систему оценки их эффективности. Мы подготовили целый комплекс материалов, в которых покажем, что именно инвестор должен знать о процессе и результате управления своим имуществом, и какие отчеты обязан готовить профессиональный управляющий, чтобы предоставить ему эту информацию.

Предоставляемая клиенту отчетность должна содержать информацию о соблюдении инвестиционной декларации, результате управления, оценке результата и объяснение причин выбора тех или иных активов. Эту информацию можно разделить на четыре блока:

- состав и структура портфеля;
- сделки и операции;
- оценка результата;
- анализ активов.

Алгоритм построения отчетности можно представить в виде схемы:



1. Состав и структура портфеля

Информацию о составе и структуре портфеля на отчетную дату УК Арсагера представляет на лицевой странице ежеквартального отчета. Для удобства использования информации мы представляем ее в виде матрицы, где эмитенты сгруппированы по отраслям и группам риска по системе Arsagera

Asset Certification. Пример лицевой страницы приведен в конце данного материала.

Возможный круг активов для инвестирования отражен в инвестиционной декларации (ИД). ИД либо задается инвестором (в случае индивидуального управления), либо инвестор присоединяется к текущим условиям ИД, которая является частью Правил фонда. Строгое соблюдение ИД является важным условием сотрудничества инвестора и управляющего, поэтому управляющий должен продемонстрировать инвестору актуальный состав портфеля и как он согласуется с ИД (**отчет «Анализ портфеля по группам риска»**).

Отчет «Отраслевой анализ портфеля» позволяет более детально оценить отраслевую структуру портфеля и сравнить ее с индексом МосБиржи. В отчете приводятся структура отраслевого отклонения и расчет индекса отраслевого отклонения (Arsagera Branch Deviation Index).

Одной из характеристик состава инвестиционного портфеля является уровень его диверсификации. В материале «Клин Арсагеры» или особый взгляд на диверсификацию активов» мы выявили, что при одной и той же инвестиционной декларации диверсификация портфеля может быть разной и поэтому важно знать реальный уровень диверсификации (**отчет «Клин Арсагеры»**).

2. Сделки и операции

Максимально полную информацию о том, что делал управляющий с активами инвестора, дает отчет обо всех совершенных сделках. Однако такой отчет может занять не один десяток страниц. Чтобы упростить задачу инвестору, управляющий может структурировать данные о сделках и предоставлять информацию о вкладе каждого финансового инструмента в итоговый результат (**отчет «Вклад отдельных инструментов в финансовый результат управления портфелем»**). В данном отчете для каждой ценной бумаги доход/убыток разделяется на три составляющих: результат от сделок купли-продажи ценной бумаги, результат от переоценки и дивидендный (или купонный) доход.

Как за отчетный период изменились состав и структура активов из-за колебания котировок и совершенных сделок, показывает **отчет «Отраслевой состав портфеля»**.

3. Оценка результата

При оценке результата управления важно определить:

- уровень качества управления;
- размер доходности.

Для сравнения доходности наших продуктов с доходностью депозитов и бенчмарков мы разработали отчет «Сравнение с результатами вложения в

депозиты и индексный фонд на разных временных интервалах», позволяющий исключить возможность представления данных только об удачных или, наоборот, только о неудачных периодах инвестирования.

Однако депозит не совсем подходит для оценки качества управления, так как не совпадает по своим характеристикам с инвестиционными портфелями, предназначенными для вложений в акции и облигации. Для этих целей лучше использовать индексы акций (индекс МосБиржи, индекс средней и малой капитализации Московской Биржи) и облигаций (индексы Cbonds), которые демонстрируют общее изменение рынка (**отчет «Эффективность управления портфелем»**).

Чтобы корректно оценить качество управления, необходимо иметь подробное и полное представление об общем состоянии рынка, на котором был получен результат (например, рынок акций). Для этого дополнительно к индексам и бенчмаркам мы предоставляем информацию об акциях, показавших лучший и худший результаты в отчетном периоде, даем средние значения результатов по группам риска и показываем, как результат акций в портфеле соотносится со средними значениями, а также даем пояснения по составу и выбору активов.

Отчет об изменении балансовой стоимости акций в составе активов фонда, приходящейся на один пай, позволяет увидеть как в результате действий управляющего и/или работы самих бизнесов изменился размер ценности компаний, акции которых входят в портфель фонда. Также в этом отчете мы приводим информацию о размере чистой прибыли, полученной в отчетном периоде эмитентами, акции которых входят в состав фонда в пересчете на один пай.

Информацию о том, какую доходность в отчетном квартале показали акции из наших портфелей и какие места заняли в своей группе риска, дает ежеквартальный **видео-отчёт «Наши фонды. Итоги»** (с которым можно ознакомиться на сайте компании). В данном отчете также приводится анализ причин курсовой динамики акций, включая разбор ошибок, допущенных при прогнозировании.

Дополнительную информацию о качестве управления в сравнении с рынком с учетом диапазона диверсификации дает **отчет «Клин Арсагеры»**.

Результат в абсолюте не дает представления о целесообразности принятых в процессе управления решений о совершении сделок. Чтобы оценить эффективность решений управляющего, мы используем **отчет «Эффективность изменения состава и структуры портфеля по методике MARQ»**. Согласно этой методике, на конец отчетного периода оценивается стоимость каждого гипотетического портфеля, который был сформирован по итогам торгового дня, когда были осуществлены сделки с активами. Количество гипотетических портфелей в отчетном периоде равняется количеству дней, в которые осуществлялись операции с активами. В идеале

результат каждого последующего гипотетического портфеля должен быть лучше предыдущего, а результат последнего (фактического) портфеля должен быть выше значений эталонов (индексов, бенчмарков), что говорит о том, что каждая сделка приводила к улучшению результата и по факту он оказался лучше эталонов. Подробнее о методике MARQ (Measurement Arsagera Reallocation Quality) читайте в материале «MARQ – оценка качества управления капиталом».

Информация о том, какой результат показала каждая отрасль, представленная на фондовом рынке, и какой вклад она вносит в общий результат рынка, представлена в **отчете «Пьедестал рынка»**.

4. Анализ активов

Так как на предоставлении всех перечисленных отчетов сотрудничество управляющего и инвестора не заканчивается, то управляющему следует объяснить логику и причины выбора активов при формировании текущего портфеля. При выборе мы анализируем все многообразие активов, представленных на рынке. Ознакомиться с результатами этого анализа и причинами приобретения в портфель тех или иных ценных бумаг можно в **отчете «Анализ портфеля по эмитентам акций и облигаций»**.

Для портфеля акций в отчетности приводится информация об агрегированных фундаментальных показателях: P/E, P/BV, ROE и дивидендной доходности. Также для сравнения приводится расчет аналогичных показателей для портфеля акций, повторяющего структуру индекса МосБиржи. Эти данные могут давать общее представление о перспективности инвестиций в акции. Сравнение данных по портфелю и индексу дает представление о том, за счет каких фундаментальных показателей возможно получение результатов управления портфелем, превосходящих изменение индекса. Подробнее об этом в нашем материале **«Фундаментальные показатели портфеля фонда и индекса МосБиржи»**.

Лицевая страница ежеквартального отчета позволяет в экспресс-режиме ознакомиться с результатами фонда в отчетном периоде, так как содержит ключевую информацию из вышеописанных отчетов. С полным ежеквартальным отчетом по каждому фонду можно ознакомиться на сайте компании.





АРСАГЕРА – ФОНД АКЦИЙ РЕЗУЛЬТАТЫ УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫМ ПОРТФЕЛЕМ IV КВАРТАЛ 2019

Результат управления портфелем

Стоимость пая, руб.		Индекс МСФТР, пт	
9 452,00	31.12.2019	5 184,22	
за квартал 8,51%		12,77%	за квартал
8 710,71	30.09.2019	4 596,98	
за год 35,43%		38,45%	за год
6 979,26	29.12.2018	3 744,45	

Стоимость чистых активов, млн руб.



Количество лицевых счетов



приток за квартал 24,67 млн руб.
приток за год 80,84 млн руб.

1,45% от среднекварт. СЧА
13,64% от среднегодовой СЧА

30.09.2019

Структура вложений, руб.			Структура пайщиков			31.12.2019		
Сумма вложений, руб.	Доля, %	Кол-во	Сумма вложений, руб.	Доля, %	Кол-во	Сумма вложений, руб.	Доля, %	Кол-во
124 204 905,71	19,2%	12	Менеджмент и сотрудники	17	18,9%	137 377 832,42		
221 454 469,50	34,3%	38	Акционеры*	37	33,3%	242 027 817,56		
300 021 198,51	46,5%	1 142	Остальные клиенты	1 199	47,8%	346 885 057,40		
645 680 573,72	100,0%	1 192	ИТОГО	1 248	100,0%	726 290 707,38		

* по реестру акционеров от 27.05.2019 без учета менеджмента и сотрудников

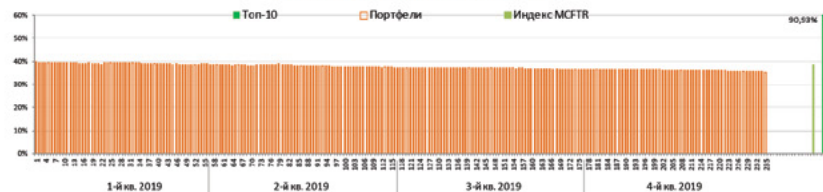
За 4 квартал 2019

Сумма	Доля, %	Финансовый результат, % и руб.	от среднегодовой СЧА	Сумма	Доля, %
55 942 530	7,82%	Финансовый результат, % и руб.	29,27%	173 476 285	
7 097 091	0,99%	дивиденды	7,62%	45 157 503	
5 884 650	0,82%	доход/убыток от сделок купли-продажи ценных бумаг	8,74%	51 798 317	
48 207 163	6,74%	доход/убыток от переоценки ценных бумаг	15,77%	93 440 768	
-4 469 123	-0,63%	расходы на вознаграждение УК	-2,50%	-14 816 970	
-626 451	-0,09%	прочие расходы и доходы фонда	-0,34%	-2 011 703	
-150 799	-0,02%	разница между начислением и восстановлением резервов фонда	-0,02%	-91 629	
-37%	37%	Индекс отраслевого отклонения	-35%	35%	

30.09.2019		Фонд		Индекс МосБиржи		Фундаментальные показатели		Индекс МосБиржи		Фонд		31.12.2019	
4,92	6,11	P/E 2019**	7,49	5,07									
0,57	0,86	P/BV 2019**	1,02	0,63									
12,46	15,58	ROE***, %	14,60	13,49									
7,73%	6,45%	DIV****	6,73%	7,27%									

** - рассчитывается исходя из текущих цен акций, а также прогнозов по прибыли и балансовой стоимости компаний по итогам текущего года с учетом выплаты дивидендов в текущем году;
*** - относительное прогнозируемое изменение прибыли текущего года к собственному капиталу на конец предшествующего года;
**** - относительное прогнозируемое изменение дивидендных поступлений на период интервала к стоимости портфеля, %

Measurement Arsaqera Reallocation Quality (MARQ)



Состав и структура портфеля на 31.12.2019, доли в %

Категория	Группа 6.1		Группа 6.2		Группа 6.3		Группа 6.4	
	Доля, %	Сумма, руб.	Доля, %	Сумма, руб.	Доля, %	Сумма, руб.	Доля, %	Сумма, руб.
Добыча, переработка нефти и газа	36,84		5,52	Базинетф, ап	4,93			
			5,50	ННХ, ап	3,00			
			4,98					
			4,91					
			5,13	ОГК-2	2,94	МРСК Центра и Приволжья	2,68	
Энергетика	22,97		4,95	Российские сети				
Финансовый сектор	11,68		5,63	Сбербанк России				
			5,06	НПМК	2,81	МРСК Волга	2,14	
Черная металлургия, добыча угля и железной руды	9,77			Распадская	2,95	МРСК Центра	2,45	
Строительство, недвижимость	5,40			Группа ЛСР	2,96	Энел Россия	1,59	
Цветная металлургия	4,97		4,97	АЛРОСА	2,96	Банк Санкт-Петербург	2,06	
Производство минеральных удобрений	2,96			Акрон	2,89			
Прочие	2,89			АФК Система	2,86			
Транспорт	2,86			Аэрофлот				
Денежные средства и прочие активы	0,57							
Итого	100,00		58,64		25,34		13,55	1,90

13.2. Отчет «Анализ портфеля по группам риска»

Возможный круг активов для инвестирования отражен в инвестиционной декларации (ИД). ИД либо задается инвестором (в случае индивидуального управления), либо (в случае инвестирования в фонды) инвестор присоединяется к текущим условиям ИД (в нашей компании структура активов устанавливается Правилами фонда и регламентом управляющего трейдера (РУТ)).

В отчете «Анализ портфеля по группам риска» можно увидеть соответствие текущей структуры активов портфеля и структуры, установленной в ИД.

Напомним, что в нашей компании ИД строится на базе систем Arsagera Asset Certification (AAC) и Arsagera Limit Management (ALM), которые, по сути, являются механизмом, с помощью которого удается сформировать однородные по мере риска группы активов и установить меру риска для портфеля, выбрав лимиты вложений на каждую группу и на эмитента каждой группы.

Согласно AAC, акции разделяются на 5 групп (6.1-6.5) в зависимости от риска, сопутствующего инвестициям в них. В результате в группу 6.1 попадают высоколиквидные акции крупнейших по капитализации компаний, в группу 6.5 – акции компаний малой капитализации, сделок с которыми практически не совершается. Облигации разделяются на 6 групп отдельно для муниципальных и корпоративных облигаций (5.1-5.6 – для корпоративных, 2.1-2.6 – для муниципальных). Облигации делятся на группы в зависимости от надежности (кредитоспособности) эмитента, уровня его корпоративного управления и ликвидности самих облигаций (объемов биржевой торговли).

В столбцах «Группа риска» и «Коэффициент риска для группы и допустимые доли групп риска в соответствии с регламентом управляющего трейдера» перечислены все группы и соответствующий каждой из них коэффициент риска (то есть количественная оценка меры риска). Также обозначены ограничения на максимальную долю групп риска в портфеле.

Для обозначения максимальной доли мы используем так называемые «уголки». То есть, например, на группу акций 6.2 с помощью уголка устанавливается суммарное ограничение в 40%. Это означает, что суммарная доля акций всех групп, объединенных «уголком» 6.2 + 6.3 + 6.4, не должна превышать 40% от стоимости портфеля. Данное правило заполнения «уголков» не распространяется на группу 6.5, так как к этой группе риска относятся низколиквидные высокорискованные акции, так называемые спецпроекты. Инвестирование в указанные акции связано не только с высоким потенциалом роста, но и с повышенными рисками инвестирования, поэтому ограничение на спецпроекты рассматривается отдельно в каждой инвестиционной декларации. Ограничение, устанавливаемое внутренним «уголком», должно быть меньше либо равно ограничению, устанавливаемому внешним «уголком».

Использование «уголков» при управлении активами позволяет инвестировать в менее рискованные ценные бумаги (согласно ААС группы с более низким порядковым номером), если отдельные активы из этих групп обладают более высокой потенциальной доходностью по сравнению с более рискованными группами.

Анализ по группам риска портфеля фонда «Арсатера – фонд смешанных инвестиций»

Группа риска	Коэффициент риска для группы и допустимые доли групп риска в соответствии с РУТ*	Фактические доли групп риска	Доля группы риска в портфеле		Прогнозные показатели для групп риска	
			4 квартал 2019	3 квартал 2019	ROE	P/E
ОБЛИГАЦИИ						
Группы 2.1, 5.1	1,25 60%	38,23%	16,91%	8,60%	-	-
Группы 2.2, 5.2	1,40 40%	21,32%	7,12%	17,88%	-	-
Группы 2.3, 5.3	1,60 30%	14,21%	10,64%	7,50%	-	-
Группы 2.4, 5.4	1,85 20%	3,57%	2,23%	2,17%	-	-
Группы 2.5, 5.5	2,20 10%	1,34%	0,00%	0,00%	-	-
Группы 2.6, 5.6	2,60 0%	1,34%	1,34%	0,00%	-	-
АКЦИИ						
Группа 6.1	1,85 60%	61,44%	35,76%	38,08%	20,7%	7,4
Группа 6.2	2,20 40%	25,68%	15,61%	10,74%	13,2%	5,6
Группа 6.3	2,60 20%	10,07%	8,87%	10,45%	18,5%	5,5
Группа 6.4	3,35 5%	1,20%	1,20%	1,20%	8,0%	3,8
Группа 6.5	4,20 0%	0,00%	-	-	-	-

Столбец «Фактические доли групп риска». Данные о долях групп риска представлены в виде «уголков», что позволяет сравнить фактическую ситуацию, сложившуюся на конец квартала, с ограничениями, установленными регламентом управляющего трейдера (более подробный документ, который, по сути, очень близок к инвестиционной декларации).

Столбцы «Доля группы риска в портфеле». Благодаря распределению по группам риска можно увидеть, что наибольшую долю в портфеле занимают акции группы 6.1. Из облигаций наибольший вес в портфеле имеют группы 2.1/5.1, их доля за квартал увеличилась. Также в данном примере видно, что в отчетном квартале в портфеле появились облигации групп 2.6, 5.6.

В качестве дополнительной информации инвестору даются данные о прогнозных показателях ROE и коэффициента P/E по группам риска.

Также на странице отчета представлены следующие диаграммы:



На диаграмме с фактической структурой портфеля (средняя диаграмма) можно увидеть, какую группу активов управляющий считал наиболее перспективной: «голубые фишки» или акции «второго эшелона», облигации или акции. Сравнив данную диаграмму с двумя другими, можно понять, как фактическая структура портфеля с точки зрения риска отклонена от двух эталонов: максимально рискованной структуры портфеля в соответствии с ограничениями РУТ (левая диаграмма) и структуры рынка в целом (правая диаграмма). В данном случае под «рынком», или «рыночным портфелем», понимается все множество ценных бумаг, которые обращаются на фондовом рынке, и по которым производится расчет потенциальной доходности.

Выводы

- В данном отчете инвестору предоставляется информация о соответствии текущей структуры активов портфеля структуре, заданной в инвестиционной декларации.
- В качестве дополнительной информации могут выступать данные о прогнозных экономических показателях по группам риска, структуре рынка по группам риска и данные о структуре портфеля, соответствующей максимально допустимому риску.

13.3. Отчет «Отраслевой анализ портфеля»

Отраслевой анализ состоит из двух этапов: представление отраслевой структуры портфеля и ее сравнение с отраслевой структурой рынка или соответствующего рыночного индекса.

Отраслевая структура позволяет продемонстрировать, какую отрасль управляющий считал наиболее перспективной в отчетном периоде, как изменилась доля той или иной отрасли и по какой причине произошло изменение.

Отрасль	Доля в портфеле			Прогнозные базовые показатели эмитентов				
	4 квартал 2019	3 квартал 2019	Причина изменения (обусловия)	ROE, %	ROS, %	P/E	P/S	P/BV
Добыча, переработка нефти и газа	36,84	37,67		15,3	12,8	5,6	1,1	0,8
Энергетика	22,07	21,56		8,2	8,5	5,4	0,6	0,6
Финансовый сектор	11,68	12,05		16,7	-	5,3	-	0,8
Черная металлургия, добыча угля и железной руды	9,77	6,51		38,3	13,4	6,4	1,0	2,7
Строительство, недвижимость	5,40	5,52		23,5	0,0	0,8	0,0	1,3
Цветная металлургия	4,97	5,51		57,8	31,2	9,0	3,1	9,7
Производство минеральных удобрений	2,96	3,00		31,1	16,3	6,0	1,0	1,7
Прочие	2,89	2,99		47,6	2,5	6,5	0,2	2,7
Транспорт	2,86	3,00		21,5	30,5	5,7	1,2	1,0
Потребительский сектор	0,00	2,07		18,0	2,6	6,0	0,5	1,0
Связь, телекоммуникации и новые технологии	0,00	0,00		31,1	22,0	8,8	1,6	5,5
Машиностроение	0,00	0,00		9,2	3,2	-972,6	0,6	1,5

Причины изменения доли отрасли (эмитента) в портфеле



Динамика отрасли (эмитента) в отчетном периоде была хуже динамики портфеля в целом



Динамика отрасли (эмитента) в отчетном периоде была лучше динамики портфеля в целом



Доля отрасли (эмитента) была увеличена путем покупки акций отрасли (эмитента) или вследствие продажи акций других отраслей (эмитентов)

Возможные причины покупки:

- более высокий уровень потенциальной доходности относительно остальных отраслей (эмитентов);
- появление возможности доведения доли отрасли (эмитента) до значений разрешенного лимита



Доля отрасли (эмитента) была уменьшена путем продажи акций отрасли (эмитента) или вследствие покупки акций других отраслей (эмитентов)

Возможные причины продажи:

- более низкий уровень потенциальной доходности относительно остальных отраслей (эмитентов);
- превышение установленных ограничений на долю отрасли (эмитента)



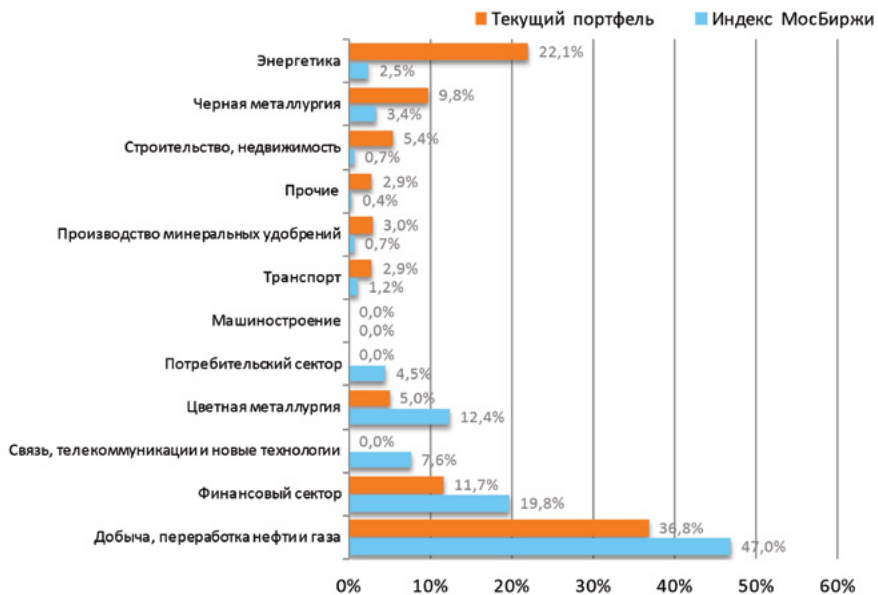
Произведена диверсификация в связи с появлением равнодоходных эмитентов

Причины отсутствия отрасли (эмитента) в портфеле

- Отрасль не может быть представлена из-за ограничений в ИД/из-за низкой ликвидности акций эмитентов
- Отрасль (эмитент) не может быть представлена в портфеле из-за относительно низкой потенциальной доходности

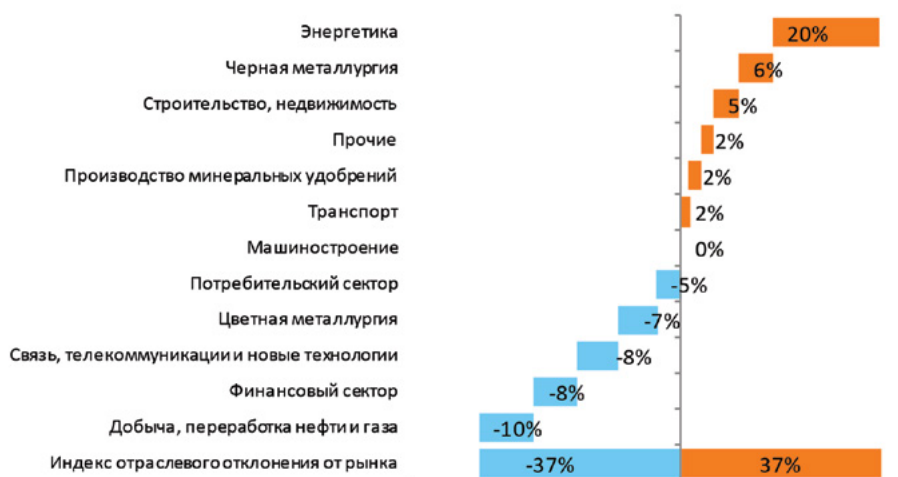
Сравнение отраслевой структуры портфеля со структурой рынка (индекса) позволяет определить, как сильно состав портфеля отклонялся от рыночного портфеля. Зная результат портфеля и результат рынка, можно сделать вывод о том, насколько обоснованным был выбор активов, относящихся к определённым отраслям.

Сравнение отраслевой структуры портфеля со структурой рынка (индекс МосБиржи)



Числовое значение отраслевого отклонения (индекс отраслевого отклонения) может находиться в диапазоне от 0% (при полном совпадении долей отраслей в портфеле и на рынке) до 100% (при полном несовпадении). Отметим, что значение индекса отраслевого отклонения в 100% возможно только при сравнении структуры портфеля со структурой рыночного индекса. Если же сравнивать с рынком в целом, то отклонение в 100% невозможно.

Структура отраслевого отклонения



На диаграмме можно увидеть структуру отраслевого отклонения и понять, какие отрасли внесли наибольший вклад в значение индекса отклонения. Синим цветом обозначаются те отрасли, доля которых в индексе МосБиржи выше, чем в портфеле. Оранжевым цветом – отрасли, доля которых выше в портфеле.

Выводы

- Отраслевая структура портфеля позволяет продемонстрировать, каким отраслям в портфеле отдается предпочтение.
- Индекс отраслевого отклонения показывает структуру отклонения портфеля под управлением от условного рыночного портфеля.

13.4. Отчет «Вклад отдельных инструментов в финансовый результат управления портфелем»

Основной первичный документ – это отчет об операциях, который позволяет проверить, совершались ли эти операции как таковые и совершались ли они по рыночным ценам (делается на основе информации, предоставляемой биржей). На основе этого документа можно построить другие отчеты, позволяющие судить как об эффективности процесса управления в целом, так и отдельных операций.

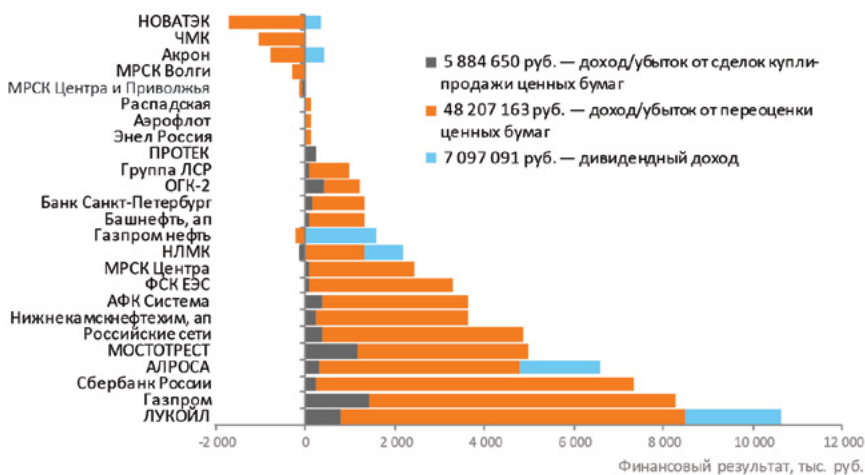
Смотреть отчёт об операциях за большой период времени не очень удобно. Даже у нас в УК Арсагера при достаточно редком совершении «глобальных» переключений в рамках портфеля набегает за квартал десяток страниц из-за того, что мы практически ежедневно отслеживаем соблюдение лимитов на одного эмитента и периодически проводим балансировку портфеля («срезаем» выросших или докупаем упавших). У активных спекулянтов отчет об операциях за месяц может составлять десятки или даже сотни страниц.

Для повышения наглядности отчёта об операциях можно отсортировать его по отдельной позиции. Следующее действие – посмотреть, какой вклад та или иная позиция (акция, облигация) внесла в итоговый результат. При этом вклад каждого инструмента можно разделить на три составляющие:

- дивиденды по акциям/проценты по облигациям;
- результат по итогам уже завершённых сделок;
- результат переоценки (еще не зафиксированный результат).

Эту информацию можно представить в следующем виде:

Вклад отдельных инструментов в финансовый результат управления портфелем (4 квартал 2019 года)



Для более детального анализа мы предоставляем ту же информацию в табличном виде:

Ценная бумага	Дивидендный доход, руб.	Доход/убыток от сделок купли-продажи ценных бумаг, руб.	Доход/убыток от переоценки ценных бумаг, руб.	Суммарный доход/убыток
ЛУКОЙЛ	2 133 312,00	798 445,30	7 711 449,70	10 643 207,00
Газпром		1 444 354,37	6 816 435,03	8 260 789,40
Сбербанк России		246 388,44	7 102 821,86	7 349 210,30
АЛРОСА	1 777 036,80	292 041,10	4 520 019,40	6 589 097,30
МОСТОТРЕСТ		1 164 439,00	3 813 987,00	4 978 426,00
Российские сети		380 646,53	4 477 935,57	4 858 582,10
Нижнекамскнефтехим, ап		223 327,40	3 404 490,60	3 627 818,00
АФК Система		386 336,06	3 237 534,24	3 623 870,30
ФСК ЕЭС		81 870,76	3 213 887,84	3 295 758,60
МРСК Центра		65 435,72	2 371 608,68	2 437 044,40
НЛМК	848 939,20	-141 407,01	1 328 439,21	2 035 971,40
Газпром нефть	1 567 840,20	-404,68	-216 349,82	1 351 085,70
Башнефть, ап		87 453,51	1 237 828,99	1 325 282,50
Банк Санкт-Петербург		155 060,14	1 143 000,78	1 298 060,92
ОГК-2		432 394,16	770 662,24	1 203 056,40
Группа ЛСР		89 815,16	884 892,04	974 707,20
ПРОТЕК		223 114,00		223 114,00
Энел Россия		7 041,42	123 250,58	130 292,00
Аэрофлот		6 946,00	109 603,16	116 549,16
Распадская			101 680,80	101 680,80
МРСК Центра и Приволжья		-62 974,36	-94 627,64	-157 602,00
МРСК Волги			-301 420,50	-301 420,50
Акрон	420 261,00		-794 474,00	-374 213,00
ЧМК			-1 053 415,00	-1 053 415,00
НОВАТЭК	349 702,25	4 326,80	-1 702 078,00	-1 348 048,95
ПОРТФЕЛЬ	7 097 091,45	5 884 649,82	48 207 162,76	61 188 904,03

Цифры в данном отчете носят абсолютный характер и напрямую не характеризуют эффективность управления. Для оценки итогового результата их надо соотносить с размером портфеля, что делается в отчете об эффективности управления портфелем, где приводится информация о доходности управления и сравнении с бенчмарками. Кроме того, для оценки эффективности управления необходимо использовать отчет MARQ (Measuring Arsagera Reallocation Quality) и отчет «Клин Арсагеры».

Более детальную информацию о причинах присутствия конкретных эмитентов в портфеле можно получить в ежеквартальном отчете в разделе «Анализ портфеля по эмитентам акций». В рамках нашего Блогофорума (bf.arsagera.ru) мы также приводим расчет потенциальной доходности по каждому эмитенту, проводим регулярный обзор результатов деятельности компаний и отвечаем на вопросы инвесторов.

В составе квартальной отчетности по фондам мы выводим на главную страницу сводную информацию об итоговом результате и его составляющих на квартальном и годовом интервале.

За 4 квартал 2019			За год (29.12.2018 - 31.12.2019)		
		7,82% от среднекварт. СЧА	Финансовый результат, % и руб.	от среднегодовой СЧА	29,27%
55 942 530					173 476 285
7 097 091	0,99%		дивиденды	7,62%	45 157 503
5 884 650	0,82%		доход/убыток от сделок купли-продажи ценных бумаг	8,74%	51 798 317
48 207 163	6,74%		доход/убыток от переоценки ценных бумаг	15,77%	93 440 768
-4 469 123	-0,63%		расходы на вознаграждение УК	-2,50%	-14 816 970
-626 451	-0,09%		прочие расходы и доходы фонда	-0,34%	-2 011 703
-150 799	-0,02%		разница между начислением и восстановлением резервов фонда	-0,02%	-91 629

Выводы

- Отчет позволяет оценить вклад отдельных инструментов в финансовый результат в разбивке на дивиденды по акциям/проценты по облигациям, результат от переоценки и результат по завершенным сделкам.
- Отчет носит аналитический характер и сам по себе не позволяет оценивать доходность и эффективность управления.
- Отчет дает информацию о результатах операций с конкретным активом, но не дает информации о причинах выбора того или иного инструмента (акции) в портфеле.

актуальные



данные

На страницах портала Блогофорум содержится полезная информация для тех, кто хочет инвестировать и получать доход на фондовом рынке: регулярные обзоры результатов деятельности компаний, расчет потенциальной доходности по каждому эмитенту и ответы на вопросы инвесторов.

13.5. Отчет «Отраслевой состав портфеля»

Данный отчет является элементом отраслевого анализа портфеля и позволяет показать, как менялась отраслевая структура и позиция каждого эмитента, входящего в портфель в рассматриваемом периоде. В ежеквартальной отчетности мы приводим данную информацию для квартального и годового интервала. На изменение доли эмитента и отрасли в портфеле влияет как изменение текущих котировок, так и проведение операций.

Данные об изменении долей активов в портфеле дают информацию об изменении инвестиционных приоритетов.

Эмитент, вид ЦБ	Доля в портфеле 4 квартал 2019, %	Изменение доли в портфеле за квартал, %	Изменение доли в портфеле за год, %
Добыча, переработка нефти и газа	36,84	-0,83	3,56
6.1 ЛУКОЙЛ, ао	9,52	-0,07	-0,44
6.1 Газпром, ао	9,50	0,02	-0,46
6.1 Газпром нефть, ао	4,98	-0,59	0,10
6.2 Башнефть, ап	4,93	-0,12	-0,47
6.1 НОВАТЭК, ао	4,91	-0,08	4,91
6.2 Нижнекамские нефтехим, ап	3,00	0,00	-0,08
Энергетика	22,07	0,51	-1,34
6.1 ФСК ЕЭС, ао	5,13	0,10	-0,24
6.1 Российские сети, ао	4,95	-0,04	0,07
6.2 ОГК-2, ао	2,94	-0,01	-0,05
6.3 МРСК Центра и Приволжья, ао	2,68	0,21	-0,17
6.3 МРСК Центра, ао	2,23	0,18	0,12
6.3 МРСК Волги, ао	2,14	0,11	0,03
6.3 Энел Россия, ао	1,99	-0,04	-1,11
Финансовый сектор	11,68	-0,37	-1,18
6.1 Сбербанк России, ао	9,63	0,15	-1,23
6.3 Банк Санкт-Петербург, ао	2,06	-0,51	0,06
Черная металлургия, добыча угля и железной руды	9,77	3,26	4,62
6.1 НЛМК, ао	5,06	0,56	5,06
6.2 Распадская, ао	2,81	2,81	2,81
6.4 ЧМК, ао	1,90	-0,11	-0,19
6.3 Мечел, ап	0,00	0,00	-3,07
Строительство, недвижимость	5,40	-0,12	-0,49
6.2 Группа ЛСР, ао	2,95	-0,04	-0,13
6.3 МОСТОТРЕСТ, ао	2,45	-0,08	-0,36
Цветная металлургия	4,97	-0,54	-0,41
6.1 АЛРОСА, ао	4,97	-0,54	-0,41
Производство минеральных удобрений	2,96	-0,04	-0,56
6.2 Акрон, ао	2,96	-0,04	-0,56
Прочие	2,89	-0,10	-0,16
6.2 АФК Система, ао	2,89	-0,10	-0,16

13.6. Отчет «Сравнение с результатами вложения в депозиты и индексный фонд на разных временных интервалах»

При подготовке материала «Инструменты сбережений» мы разработали форму отчета, показывающую результаты инвестирования на разных временных отрезках.

Данная форма входит в ежеквартальные отчеты по фондам:

- Арсагера – фонд акций;
- Арсагера – фонд смешанных инвестиций;
- Арсагера – акции 6.4.

Разработанная форма позволяет исключить возможность представления данных только об удачных или, наоборот, только о неудачных периодах инвестирования.

Будет очень хорошо, если данную форму представления результатов управления будут использовать независимые сайты об инвестировании в ПИФы, а также другие управляющие компании. Мы готовы оказать им методологическую помощь.

В качестве инструментов для сравнения результатов наших инвестиционных продуктов выбраны банковский депозит и индексный фонд (индекс МосБиржи).

Сравнение с результатами индексного фонда позволяет оценить ключевое качество управляющего портфелем – способность или неспособность выбирать активы, доходность которых превосходит среднерыночный результат. Подробнее об оценке результатов управления можно прочитать в материалах «Индексный фонд. Выбор и смысл» и «Как оценить качество управления».

Результаты вложения на банковский депозит приводятся для возможности сравнения с ним как с самым популярным инструментом сбережений в России.

Инвестор выбирает акции как альтернативу депозиту для того, чтобы получить более высокую доходность в долгосрочном периоде. На краткосрочных интервалах (от 1 до 3 лет) вложения в акции могут как существенно превосходить результаты депозитов, так и уступать им и даже показывать отрицательную доходность. На более длинных временных интервалах доходность вложений в акции по статистике превосходит результаты депозитов, поэтому для сравнения с депозитом наиболее интересны результаты на длительных временных окнах. Подробнее об этом можно прочитать в материале «Взаимосвязь доходности акций и облигаций».

В таблице последовательно рассматриваются результаты инвестирования в перечисленные инструменты на различные сроки.

В столбце 1 указывается период инвестирования. В столбцах 2 и 3 приводятся даты начала и окончания соответствующего периода инвестирования.

В столбцах 4-6 приводится результат инвестирования для указанных инструментов за соответствующий период в процентах.

В столбцах 7-9 результат инвестирования переводится в годовые проценты.

В столбцах 10 и 11 проводится сравнение результатов инвестиционного продукта УК Арсагера с депозитом и индексным фондом. Результат выражен в годовых процентах.

Период	Дата начала	Дата окончания	Результат «Арсагера - фонд акций»*, %	Результат индексного фонда***, %	Доход по депозиту***, %	Результат «Арсагера - фонд акций»*, % годовых	Результат индексного фонда**, % годовых	Доход по депозиту***, % годовых	Результат «Арсагера - фонд акций» минус результат индексного фонда, % годовых	Результат «Арсагера - фонд акций» минус депозит***, % годовых	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
1 год	29.12.2018	31.12.2019	35,4%	37,4%	5,8%	35,2%	37,2%	5,8%	-2,0%	29,4%	
	29.12.2017	29.12.2018	5,0%	17,7%	5,9%	5,0%	17,7%	5,9%	-12,7%	-0,9%	
	30.12.2016	29.12.2017	7,4%	-1,3%	7,1%	7,4%	-1,3%	7,1%	8,7%	0,3%	
	31.12.2015	30.12.2016	66,2%	30,2%	9,2%	66,2%	30,2%	9,2%	35,9%	57,0%	
	31.12.2014	31.12.2015	49,8%	30,8%	12,7%	49,8%	30,8%	12,7%	19,0%	37,1%	
	31.12.2013	31.12.2014	-17,4%	-4,4%	7,3%	-17,4%	-4,4%	7,3%	-13,0%	-24,7%	
	29.12.2012	31.12.2013	18,6%	3,7%	7,8%	18,5%	3,7%	7,8%	14,8%	10,7%	
	30.12.2011	29.12.2012	3,4%	7,4%	7,7%	3,4%	7,4%	7,7%	-4,0%	-4,3%	
	31.12.2010	30.12.2011	-12,6%	-16,6%	6,4%	-12,7%	-16,6%	6,4%	3,9%	-19,1%	
	31.12.2009	31.12.2010	43,6%	22,7%	10,7%	43,6%	22,7%	10,7%	21,0%	32,9%	
	31.12.2008	31.12.2009	256,9%	121,3%	10,5%	256,9%	121,3%	10,5%	135,7%	246,4%	
	29.12.2007	31.12.2008	-69,6%	-66,9%	8,9%	-69,3%	-66,6%	8,8%	-2,6%	-78,1%	
	29.12.2006	29.12.2007	15,6%	11,6%	8,4%	15,6%	11,6%	8,4%	4,0%	7,2%	
	30.12.2005	29.12.2006	14,8%	66,0%	10,1%	14,8%	66,2%	10,1%	-51,4%	4,7%	
	2 года	29.12.2017	31.12.2019	42,1%	61,7%	12,0%	19,2%	27,1%	5,8%	-7,9%	13,3%
30.12.2016		29.12.2018	12,7%	16,2%	13,4%	6,2%	7,8%	6,5%	-1,7%	-0,3%	
31.12.2015		29.12.2017	78,4%	28,6%	16,9%	33,6%	13,4%	8,2%	20,2%	25,5%	
31.12.2014		30.12.2016	149,0%	70,4%	23,1%	57,8%	30,5%	11,0%	27,2%	46,8%	
31.12.2013		31.12.2015	23,8%	25,1%	21,0%	11,3%	11,8%	10,0%	-0,6%	1,3%	
29.12.2012		31.12.2014	-2,0%	-0,9%	15,7%	-1,0%	-0,4%	7,5%	-0,6%	-8,5%	
30.12.2011		31.12.2013	22,6%	11,3%	16,1%	10,7%	5,5%	7,7%	5,2%	3,0%	
31.12.2010		29.12.2012	-9,7%	-10,4%	14,6%	-5,0%	-5,4%	7,1%	0,4%	-12,0%	
31.12.2009		30.12.2011	25,5%	2,4%	17,8%	12,0%	1,2%	8,5%	10,9%	3,5%	
31.12.2008		31.12.2010	412,7%	171,4%	22,3%	126,4%	64,7%	10,6%	61,7%	115,8%	
29.12.2007		31.12.2009	8,7%	-26,8%	20,3%	4,2%	-14,4%	9,7%	18,6%	-5,4%	
29.12.2006		31.12.2008	-64,8%	-63,1%	18,0%	-40,6%	-39,1%	8,6%	-1,4%	-49,2%	
30.12.2005		29.12.2007	32,6%	85,2%	19,3%	15,2%	36,1%	9,3%	-21,0%	5,9%	
3 года		30.12.2016	31.12.2019	52,6%	59,7%	20,0%	15,1%	16,9%	6,3%	-1,8%	8,9%
		31.12.2015	29.12.2018	87,3%	51,4%	23,8%	23,3%	14,8%	7,4%	8,4%	15,9%
	31.12.2014	29.12.2017	167,3%	68,3%	31,8%	38,8%	19,0%	9,7%	19,9%	29,2%	
	31.12.2013	30.12.2016	105,7%	62,9%	32,1%	27,2%	17,7%	9,7%	9,5%	17,5%	
	29.12.2012	31.12.2015	46,8%	29,7%	30,4%	13,6%	9,0%	9,2%	4,6%	4,4%	
	30.12.2011	31.12.2014	1,3%	6,4%	24,6%	0,4%	2,1%	7,6%	-1,7%	-7,1%	
	31.12.2010	31.12.2013	7,1%	-7,1%	23,5%	2,3%	-2,4%	7,3%	4,7%	-5,0%	
	31.12.2009	29.12.2012	29,7%	9,9%	26,9%	9,1%	3,2%	8,3%	5,9%	0,8%	

Период	Дата начала	Дата окончания	Результат «Арсатера-фонда акций», %	Результат индексного фонда**, %	Доход по депозиту***, %	Результат «Арсатера-фонда акций», % годовых	Результат индексного фонда**, % годовых	Доход по депозиту***, % годовых	Результат «Арсатера-фонда акций» минус результат индексного фонда, % годовых	Результат «Арсатера-фонда акций» минус доходность депозита***, % годовых	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
3 года	31.12.2008	30.12.2011	347,9%	126,5%	30,2%	64,9%	31,4%	9,2%	33,6%	55,7%	
	29.12.2007	31.12.2010	56,1%	-10,2%	33,2%	16,0%	-3,5%	10,0%	19,5%	6,0%	
	29.12.2006	31.12.2009	25,6%	-18,3%	30,4%	7,9%	-6,5%	9,2%	14,4%	-1,4%	
4 года	30.12.2005	31.12.2008	-59,6%	-38,7%	30,0%	-26,0%	-15,0%	9,1%	-11,0%	-35,2%	
	31.12.2015	31.12.2019	153,6%	108,0%	31,0%	26,2%	20,1%	7,0%	6,1%	19,2%	
	31.12.2014	29.12.2018	180,5%	98,1%	39,6%	29,4%	18,6%	8,7%	10,8%	20,7%	
	31.12.2013	29.12.2017	120,8%	60,8%	41,5%	21,9%	12,6%	9,1%	9,3%	12,9%	
	29.12.2012	30.12.2016	144,0%	68,9%	42,4%	24,9%	14,0%	9,2%	11,0%	15,7%	
	30.12.2011	31.12.2015	51,8%	39,2%	40,4%	11,0%	8,6%	8,8%	2,4%	2,1%	
	31.12.2010	31.12.2014	-11,5%	-11,2%	32,5%	-3,0%	-2,9%	7,3%	-0,1%	-10,3%	
	31.12.2009	31.12.2013	53,9%	14,0%	36,7%	11,4%	3,3%	8,1%	8,1%	3,2%	
	31.12.2008	29.12.2012	363,1%	143,1%	40,2%	46,7%	24,9%	8,8%	21,8%	37,9%	
	29.12.2007	30.12.2011	36,4%	-25,1%	41,7%	8,1%	-7,0%	9,1%	15,0%	-1,0%	
	29.12.2006	31.12.2010	80,4%	0,2%	44,4%	15,9%	0,0%	9,6%	15,8%	6,3%	
	30.12.2005	31.12.2009	44,1%	35,6%	43,6%	9,6%	7,9%	9,5%	1,7%	0,1%	
5 лет	31.12.2014	31.12.2019	279,9%	172,2%	47,7%	30,6%	22,2%	8,1%	8,4%	22,5%	
	31.12.2013	29.12.2018	131,8%	89,3%	49,8%	18,3%	13,6%	8,4%	4,7%	9,9%	
	29.12.2012	29.12.2017	161,9%	66,8%	52,5%	21,2%	10,8%	8,8%	10,5%	12,4%	
	30.12.2011	30.12.2016	152,2%	81,4%	53,4%	20,3%	12,6%	8,9%	7,7%	11,4%	
	31.12.2010	31.12.2015	32,6%	16,2%	49,4%	5,8%	3,0%	8,4%	2,8%	-2,6%	
	31.12.2009	31.12.2014	27,1%	8,9%	46,7%	4,9%	1,7%	8,0%	3,2%	-3,0%	
	31.12.2008	31.12.2013	449,3%	152,2%	51,1%	40,6%	20,3%	8,6%	20,3%	32,0%	
	29.12.2007	29.12.2012	41,0%	-19,6%	52,6%	7,1%	-4,3%	8,8%	11,4%	-1,7%	
	29.12.2006	30.12.2011	57,6%	-16,4%	53,6%	9,5%	-3,5%	9,0%	13,0%	0,6%	
	30.12.2005	31.12.2010	107,0%	66,3%	59,0%	15,6%	10,7%	9,7%	5,0%	5,9%	
	6 лет	31.12.2013	31.12.2019	213,9%	160,1%	58,5%	21,0%	17,3%	8,0%	3,7%	13,0%
		29.12.2012	29.12.2018	174,9%	96,3%	61,5%	18,4%	11,9%	8,3%	6,5%	10,0%
30.12.2011		29.12.2017	170,8%	79,1%	64,2%	18,1%	10,2%	8,6%	7,9%	9,4%	
31.12.2010		30.12.2016	120,4%	51,3%	63,2%	14,1%	7,1%	8,5%	6,9%	5,6%	
31.12.2009		31.12.2015	90,5%	42,5%	65,4%	11,3%	6,1%	8,7%	5,3%	2,6%	
31.12.2008		31.12.2014	353,8%	141,0%	62,1%	28,7%	15,8%	8,4%	12,9%	20,3%	
29.12.2007		31.12.2013	67,3%	-16,6%	64,6%	8,9%	-3,0%	8,6%	11,9%	0,3%	
29.12.2006		29.12.2012	63,0%	-10,3%	65,5%	8,5%	-1,8%	8,7%	10,3%	-0,3%	
30.12.2005		30.12.2011	80,9%	38,8%	69,2%	10,4%	5,6%	9,2%	4,8%	1,2%	
7 лет		29.12.2012	31.12.2019	272,3%	169,8%	70,8%	20,6%	15,2%	7,9%	5,4%	12,7%
		30.12.2011	29.12.2018	184,2%	110,8%	73,9%	16,1%	11,2%	8,2%	4,9%	7,9%
		31.12.2010	29.12.2017	136,6%	49,4%	74,7%	13,1%	5,9%	8,3%	7,2%	4,8%
	31.12.2009	30.12.2016	216,5%	85,7%	80,6%	17,9%	9,2%	8,8%	8,6%	9,1%	
	31.12.2008	31.12.2015	580,0%	215,4%	82,8%	31,5%	17,8%	9,0%	13,7%	22,5%	
	29.12.2007	31.12.2014	38,2%	-20,3%	76,6%	4,7%	-3,2%	8,4%	7,9%	-3,7%	
	29.12.2006	31.12.2013	93,3%	-6,9%	78,4%	9,9%	-1,0%	8,6%	10,9%	1,3%	
	30.12.2005	29.12.2012	87,0%	49,0%	82,2%	9,3%	5,9%	8,9%	3,5%	0,4%	
	8 лет	30.12.2011	31.12.2019	284,9%	189,6%	84,0%	18,3%	14,2%	7,9%	4,1%	10,4%
		31.12.2010	29.12.2018	148,3%	75,9%	85,0%	12,0%	7,3%	8,0%	4,7%	4,0%
		31.12.2009	29.12.2017	239,8%	83,3%	93,4%	16,5%	7,9%	8,6%	8,7%	7,9%
		31.12.2008	30.12.2016	1029,9%	310,8%	99,6%	35,4%	19,3%	9,0%	16,1%	26,4%
29.12.2007		31.12.2015	107,0%	4,3%	99,0%	9,5%	0,5%	9,0%	9,0%	0,5%	
29.12.2006		31.12.2014	59,7%	-11,0%	91,4%	6,0%	-1,5%	8,4%	7,5%	-2,4%	
30.12.2005		31.12.2013	121,8%	54,5%	96,4%	10,5%	5,6%	8,8%	4,9%	1,7%	
9 лет		31.12.2010	31.12.2019	236,3%	141,7%	95,8%	14,4%	10,3%	7,7%	4,1%	6,7%
		31.12.2009	29.12.2018	256,7%	115,8%	104,8%	15,2%	8,9%	8,3%	6,3%	6,9%
		31.12.2008	29.12.2017	1113,0%	305,6%	113,7%	32,0%	16,8%	8,8%	15,1%	23,1%
		29.12.2007	30.12.2016	244,0%	35,9%	117,4%	14,7%	3,5%	9,0%	11,2%	5,7%
		29.12.2006	31.12.2015	139,3%	16,4%	115,8%	10,2%	1,7%	8,9%	8,5%	1,3%
30.12.2005	31.12.2014	83,3%	47,7%	110,7%	7,0%	4,4%	8,6%	2,5%	-1,7%		

Период	Дата начала	Дата окончания	Результат «Арсатера - фонд акций», %	Результат индексного фонда**, %	Доход по депозиту***, %	Результат «Арсатера - фонд акций», % годовых	Результат индексного фонда**, % годовых	Доход по депозиту***, % годовых	Результат «Арсатера - фонд акций» минус результат индексного фонда, % годовых	Результат «Арсатера - фонд акций» минус доходность депозита****, % годовых
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
10 лет	31.12.2009	31.12.2019	383,1%	196,5%	116,7%	17,0%	11,5%	8,0%	5,6%	9,0%
	31.12.2008	29.12.2018	1173,2%	377,4%	126,4%	29,0%	16,9%	8,5%	12,1%	20,5%
	29.12.2007	29.12.2017	269,4%	34,2%	132,8%	13,9%	3,0%	8,8%	11,0%	5,1%
	29.12.2006	30.12.2016	297,6%	51,6%	135,6%	14,8%	4,2%	8,9%	10,5%	5,8%
	30.12.2005	31.12.2015	174,6%	93,2%	137,6%	10,6%	6,8%	9,0%	3,8%	1,6%
11 лет	31.12.2008	31.12.2019	1624,3%	555,9%	139,5%	29,5%	18,6%	8,3%	10,9%	21,3%
	29.12.2007	29.12.2018	287,7%	57,9%	146,5%	13,1%	4,2%	8,5%	8,9%	4,6%
	29.12.2006	29.12.2017	326,8%	49,7%	152,3%	14,1%	3,7%	8,8%	10,4%	5,3%
	30.12.2005	30.12.2016	356,2%	151,7%	159,4%	14,8%	8,7%	9,0%	6,0%	5,7%
12 лет	29.12.2007	31.12.2019	425,0%	117,0%	160,8%	14,8%	6,7%	8,3%	8,1%	6,5%
	29.12.2006	29.12.2018	348,0%	76,2%	167,2%	13,3%	4,8%	8,5%	8,5%	4,8%
	30.12.2005	29.12.2017	389,8%	148,5%	177,8%	14,2%	7,9%	8,9%	6,3%	5,3%
13 лет	29.12.2006	31.12.2019	506,8%	142,1%	182,7%	14,9%	7,0%	8,3%	7,8%	6,5%
	30.12.2005	29.12.2018	414,1%	192,5%	194,2%	13,4%	8,6%	8,7%	4,8%	4,8%
14 лет	30.12.2005	31.12.2019	596,3%	301,9%	211,3%	14,9%	10,4%	8,4%	4,4%	6,4%

* В результатах не учитывается взимание скидок и надбавок.

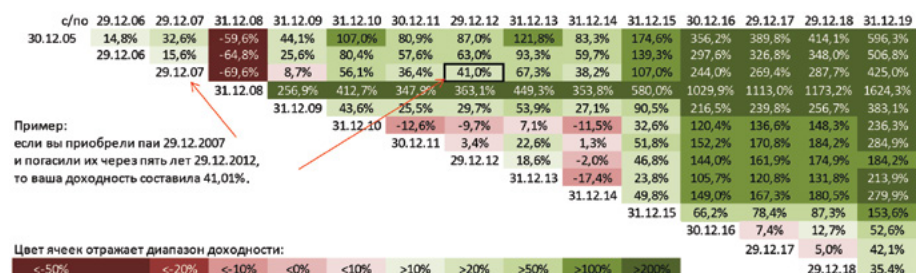
** Используются результаты одного из индексных фондов (индекс МосБиржи) с СЧА более 100 млн руб. (<http://pif.investfunds.ru/funds/268>).

*** Используются данные Банка России о ставках по депозитным вкладам сроком от 181 дня до 1 года, актуальных на начало соответствующего периода.

**** Не учитывается налогообложение.

Данные из вышеприведенной таблицы можно представить в следующей форме (цвет ячеек отражает диапазон доходности):

Результаты инвестирования в «Арсатера – фонд акций»



По интенсивности тепловой карты можно визуально сравнить результаты управления рассматриваемых инструментов.

Результаты инвестирования в индексный фонд

c/no	29.12.06	29.12.07	31.12.08	31.12.09	31.12.10	30.12.11	29.12.12	31.12.13	31.12.14	31.12.15	30.12.16	29.12.17	29.12.18	31.12.19
30.12.05	66,0%	85,2%	-38,7%	35,6%	66,3%	38,8%	49,0%	54,5%	47,7%	93,2%	151,7%	148,5%	192,5%	301,9%
29.12.06	11,6%	-63,1%	-18,3%	0,2%	-16,4%	-10,3%	-6,9%	-11,0%	16,4%	51,6%	49,7%	76,2%	142,1%	
29.12.07	-66,9%	-26,8%	-10,2%	-25,1%	-19,6%	-16,6%	-20,3%	4,3%	35,9%	34,2%	57,9%	117,0%		
31.12.08	121,3%	171,4%	126,5%	143,1%	152,2%	141,0%	215,4%	310,8%	305,6%	377,4%	555,9%			
31.12.09	22,7%	2,4%	9,9%	14,0%	8,9%	42,5%	85,7%	83,3%	115,8%	196,5%				
31.12.10	17,8%	16,6%	-10,4%	-7,1%	-11,2%	16,2%	51,3%	49,4%	75,9%	141,7%				
30.12.11	7,4%	11,3%	6,4%	39,2%	81,4%	79,1%	110,8%	189,6%						
29.12.12	3,7%	-0,9%	29,7%	68,9%	66,8%	96,3%	169,8%							
31.12.13	-4,4%	25,1%	62,9%	60,8%	89,3%	160,1%								
31.12.14	30,8%	70,4%	68,3%	98,1%	172,2%									
31.12.15	30,2%	28,6%	51,4%	108,0%										
30.12.16	-1,3%	16,2%	59,7%											
29.12.17	17,7%	61,7%												
29.12.18	37,4%													

Результаты инвестирования в годовой банковский депозит с учетом ежегодного реинвестирования

c/no	29.12.06	29.12.07	31.12.08	31.12.09	31.12.10	30.12.11	29.12.12	31.12.13	31.12.14	31.12.15	30.12.16	29.12.17	29.12.18	31.12.19
30.12.05	10,1%	19,3%	30,0%	43,6%	59,0%	69,2%	82,2%	96,4%	110,7%	137,6%	159,4%	177,8%	194,2%	211,3%
29.12.06	8,4%	18,0%	30,4%	44,4%	53,6%	65,5%	78,4%	91,4%	115,8%	135,6%	152,3%	167,2%	182,7%	
29.12.07	8,9%	20,3%	33,2%	41,7%	52,6%	64,6%	76,6%	92,0%	117,4%	132,8%	146,5%	160,8%		
31.12.08	10,5%	22,3%	30,2%	40,2%	51,1%	62,1%	82,8%	99,6%	113,7%	126,4%	139,5%			
31.12.09	10,7%	17,8%	26,9%	36,7%	46,7%	65,4%	80,6%	93,4%	104,8%	116,7%				
31.12.10	6,4%	14,6%	23,5%	32,5%	49,4%	63,2%	74,7%	85,0%	95,8%					
30.12.11	7,7%	16,1%	24,6%	40,4%	53,4%	64,2%	73,9%	84,0%						
29.12.12	7,8%	15,7%	30,4%	42,4%	52,5%	61,5%	70,8%							
31.12.13	7,3%	21,0%	32,1%	41,5%	49,8%	58,5%								
31.12.14	12,7%	23,1%	31,8%	39,6%	47,7%									
31.12.15	9,2%	16,9%	23,8%	31,0%										
30.12.16	7,1%	13,4%	20,0%											
29.12.17	5,9%	12,0%												
29.12.18	5,8%													

Далее приводится разница между доходностью «Арсатера – фонд акций» и банковского депозита, выраженная в % годовых.

30.12.05	29.12.06	29.12.07	31.12.08	31.12.09	31.12.10	30.12.11	29.12.12	31.12.13	31.12.14	31.12.15	30.12.16	29.12.17	29.12.18	31.12.19
4,7%	5,9%	-35,2%	0,1%	5,9%	1,2%	0,4%	1,7%	-1,7%	1,6%	5,7%	5,3%	4,8%	6,4%	
7,2%	-49,2%	-1,4%	6,3%	0,6%	-0,3%	1,3%	-2,4%	1,3%	-2,4%	1,3%	5,8%	5,3%	4,8%	6,5%
-78,1%	-5,4%	6,0%	-1,0%	-1,7%	0,3%	-3,7%	0,5%	5,7%	5,1%	4,6%	6,5%			
246,4%	115,8%	55,7%	37,9%	32,0%	20,3%	22,5%	26,4%	23,1%	20,5%	21,3%				
32,9%	3,5%	0,8%	3,2%	-3,0%	2,6%	9,1%	7,9%	6,9%	9,0%					
-19,1%	-12,0%	-5,0%	-10,3%	-2,6%	5,6%	4,8%	4,0%	6,7%						
-4,3%	3,0%	-7,1%	2,1%	11,4%	9,4%	7,9%	10,4%							
10,7%	8,5%	4,4%	15,7%	12,4%	10,0%	12,7%								
-24,7%	1,3%	17,5%	12,9%	9,9%	13,0%									
37,1%	46,8%	29,2%	20,7%	22,5%										
57,0%	25,5%	15,9%	19,2%											
0,3%	-0,3%	8,9%												
-0,9%	13,3%													
29,4%														

Цвет ячеек отражает диапазон доходности:



Далее приводится разница между доходностью индексного фонда и банковского депозита, выраженная в % годовых.

29.12.06	29.12.07	31.12.08	31.12.09	31.12.10	30.12.11	29.12.12	31.12.13	31.12.14	31.12.15	30.12.16	29.12.17	29.12.18	31.12.19
3,2%	-47,7%	-15,7%	-9,6%	-12,5%	-10,5%	-9,6%	-9,9%	-7,2%	-4,7%	-5,0%	-3,7%	-1,3%	
-75,4%	-24,0%	-13,5%	-16,0%	-13,1%	-11,6%	-11,6%	-8,4%	-5,5%	-5,8%	-4,3%	-1,6%		
110,8%	54,1%	22,2%	16,1%	11,7%	7,4%	8,8%	10,3%	8,0%	8,4%	10,4%			
12,0%	-7,4%	-5,1%	-4,8%	-6,2%	-2,7%	0,4%	-0,7%	0,6%	3,4%				
-23,0%	-12,4%	-9,7%	-10,2%	-5,3%	-1,4%	-2,4%	-0,7%	2,5%					
-0,3%	-2,2%	5,5%	-0,2%	3,7%	1,6%	3,0%	6,3%						
-4,1%	-8,0%	-0,2%	4,8%	2,0%	3,6%	7,3%							
-24,7%	1,3%	17,5%	12,9%	9,9%	13,0%								
18,1%	19,6%	9,3%	9,5%	14,0%									
21,0%	5,3%	7,4%	13,1%										
-8,4%	1,3%	10,6%											
-11,8%	21,3%												
31,4%													

В следующей таблице приводится пересчет представленных ранее результатов инвестирования в долларах США по курсу Банка России.

Период	Дата начала	Дата окончания	Результат «Арсагера - фонд акций», %	Результат индексного фонда**, %	Доход по рублевому депозиту***, %	Результат «Арсагера - фонд акций», % годовых	Результат индексного фонда**, % годовых	Доход по рублевому депозиту***, % годовых	Результат «Арсагера - фонд акций» минус результат индексного фонда, % годовых	Результат «Арсагера - фонд акций» минус доходность депозита***, % годовых
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1 год	29.12.2018	31.12.2019	52,1%	54,3%	18,8%	51,7%	53,9%	18,7%	-2,2%	33,0%
	29.12.2017	29.12.2018	-13,0%	-2,4%	-12,2%	-13,0%	-2,4%	-12,2%	-10,6%	-0,8%
	30.12.2016	29.12.2017	12,3%	3,3%	12,0%	12,3%	3,3%	12,0%	9,0%	0,3%
	31.12.2015	30.12.2016	100,9%	57,5%	32,1%	100,9%	57,5%	32,1%	43,4%	68,9%
	31.12.2014	31.12.2015	15,7%	1,0%	-13,0%	15,7%	1,0%	-13,0%	14,6%	28,6%
	31.12.2013	31.12.2014	-51,9%	-44,4%	-37,6%	-51,9%	-44,4%	-37,6%	-7,5%	-14,4%
	29.12.2012	31.12.2013	10,1%	-3,8%	0,0%	10,0%	-3,7%	0,0%	13,8%	10,0%
	30.12.2011	29.12.2012	9,0%	13,2%	13,5%	9,0%	13,2%	13,5%	-4,2%	-4,5%
	31.12.2010	30.12.2011	-16,8%	-20,6%	1,3%	-16,9%	-20,6%	1,3%	3,7%	-18,2%
	31.12.2009	31.12.2010	42,5%	21,7%	9,9%	42,5%	21,7%	9,9%	20,8%	32,7%
	31.12.2008	31.12.2009	246,7%	114,9%	7,3%	246,7%	114,9%	7,3%	131,8%	239,4%
	29.12.2007	31.12.2008	-74,6%	-72,4%	-9,0%	-74,3%	-72,1%	-9,0%	-2,2%	-65,3%
29.12.2006	29.12.2007	24,2%	19,9%	16,5%	24,2%	19,9%	16,5%	4,3%	7,7%	
30.12.2005	29.12.2006	25,2%	81,1%	20,1%	25,3%	81,4%	20,2%	-56,1%	5,1%	
2 года	29.12.2017	31.12.2019	32,3%	50,6%	4,3%	15,0%	22,6%	2,1%	-7,6%	12,9%
	30.12.2016	29.12.2018	-2,3%	0,8%	-1,7%	-1,2%	0,4%	-0,8%	-1,5%	-0,3%
	31.12.2015	29.12.2017	125,6%	62,6%	47,9%	50,3%	27,6%	21,6%	22,7%	28,6%
	31.12.2014	30.12.2016	132,4%	59,1%	14,9%	52,4%	26,1%	7,2%	26,3%	45,2%
	31.12.2013	31.12.2015	-44,4%	-43,8%	-45,7%	-25,4%	-25,1%	-26,3%	-0,4%	0,9%
	29.12.2012	31.12.2014	-47,1%	-46,5%	-37,6%	-27,2%	-26,8%	-20,9%	-0,4%	-6,3%
	30.12.2011	31.12.2013	20,0%	8,9%	13,6%	9,5%	4,4%	6,6%	5,2%	2,9%
	31.12.2010	29.12.2012	-9,4%	-10,1%	15,0%	-4,8%	-5,2%	7,2%	0,4%	-12,0%
	31.12.2009	30.12.2011	18,5%	-3,3%	11,3%	8,9%	-1,7%	5,5%	10,6%	3,4%
	31.12.2008	31.12.2010	394,3%	161,6%	17,9%	122,3%	61,8%	8,6%	60,6%	113,7%
	29.12.2007	31.12.2009	-11,8%	-40,6%	-2,4%	-6,1%	-22,8%	-1,2%	16,8%	-4,9%
	29.12.2006	31.12.2008	-68,4%	-66,9%	6,0%	-43,7%	-42,3%	2,9%	-1,4%	-46,6%
3 года	30.12.2005	29.12.2007	55,5%	117,2%	40,0%	24,8%	47,5%	18,3%	-22,7%	6,4%
	30.12.2016	31.12.2019	48,6%	55,5%	16,8%	14,1%	15,8%	5,3%	-1,7%	8,8%
	31.12.2015	29.12.2018	96,3%	58,7%	29,8%	25,2%	16,7%	9,1%	8,6%	16,1%
	31.12.2014	29.12.2017	160,9%	64,3%	28,7%	37,7%	18,0%	8,8%	19,7%	28,9%
	31.12.2013	30.12.2016	11,7%	-11,5%	-28,3%	3,8%	-4,0%	-10,5%	7,8%	14,2%
	29.12.2012	31.12.2015	-38,8%	-45,9%	-45,7%	-15,1%	-18,5%	-18,4%	3,4%	3,3%
	30.12.2011	31.12.2014	-42,3%	-39,4%	-29,1%	-16,7%	-15,4%	-10,8%	-1,4%	-5,9%
	31.12.2010	31.12.2013	-0,2%	-13,5%	15,0%	-0,1%	-4,7%	4,8%	4,6%	-4,9%
	31.12.2009	29.12.2012	29,2%	9,4%	26,3%	8,9%	3,1%	8,1%	5,9%	0,8%
	31.12.2008	30.12.2011	311,0%	107,8%	19,4%	60,3%	27,6%	6,1%	32,6%	54,2%
	29.12.2007	31.12.2010	25,7%	-27,7%	7,3%	7,9%	-10,2%	2,4%	18,1%	5,5%
	29.12.2006	31.12.2009	9,5%	-28,8%	13,8%	3,1%	-10,7%	4,4%	13,7%	-1,3%
4 года	30.12.2005	31.12.2008	-60,4%	-40,0%	27,3%	-26,6%	-15,6%	8,4%	-10,9%	-34,9%
	31.12.2015	31.12.2019	198,6%	144,9%	54,3%	31,4%	25,1%	11,4%	6,4%	20,0%
	31.12.2014	29.12.2018	127,0%	60,3%	13,0%	22,8%	12,5%	3,1%	10,2%	19,7%
	31.12.2013	29.12.2017	25,4%	-8,7%	-19,7%	5,8%	-2,2%	-5,3%	8,1%	11,2%
	29.12.2012	30.12.2016	22,9%	-14,9%	-28,2%	5,3%	-3,9%	-8,0%	9,2%	13,2%
	30.12.2011	31.12.2015	-33,3%	-38,8%	-38,3%	-9,6%	-11,5%	-11,4%	1,9%	1,7%
	31.12.2010	31.12.2014	-52,0%	-51,9%	-28,2%	-16,8%	-16,7%	-7,9%	-0,1%	-8,8%
	31.12.2009	31.12.2013	42,2%	5,3%	26,4%	9,2%	1,3%	6,0%	7,9%	3,2%
	31.12.2008	29.12.2012	348,0%	135,2%	35,6%	45,5%	23,9%	7,9%	21,7%	37,6%
	29.12.2007	30.12.2011	4,5%	-42,6%	8,6%	1,1%	-12,9%	2,1%	14,0%	-1,0%
	29.12.2006	31.12.2010	56,2%	-13,3%	25,0%	11,8%	-3,5%	5,7%	15,3%	6,0%
	30.12.2005	31.12.2009	37,2%	29,0%	36,7%	8,2%	6,6%	8,1%	1,6%	0,1%
5 лет	31.12.2014	31.12.2019	245,3%	147,3%	34,2%	28,1%	19,8%	6,1%	8,3%	22,0%
	31.12.2013	29.12.2018	9,1%	-10,9%	-29,5%	1,8%	-2,3%	-6,8%	4,0%	8,5%
	29.12.2012	29.12.2017	38,0%	-12,1%	-19,6%	6,7%	-2,5%	-4,3%	9,2%	10,9%
30.12.2011	30.12.2016	34,0%	-3,7%	-18,5%	6,0%	-0,7%	-4,0%	6,8%	10,0%	

Период	Дата начала	Дата окончания	Результат «Арсатера - фонд акций», %	Результат индексного фонда**, %	Доход по рублевому депозиту***, %	Результат «Арсатера - фонд акций», % годовых	Результат индексного фонда**, % годовых	Доход по рублевому депозиту***, % годовых	Результат «Арсатера - фонд акций» минус результат индексного фонда, % годовых	Результат «Арсатера - фонд акций» минус доходность депозита***, % годовых
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
5 лет	31.12.2010	31.12.2015	-44,5%	-51,4%	-37,5%	-11,1%	-13,4%	-9,0%	2,3%	-2,1%
	31.12.2009	31.12.2014	-31,6%	-41,4%	-21,1%	-7,3%	-10,1%	-4,6%	2,8%	-2,7%
	31.12.2008	31.12.2013	393,1%	126,4%	35,6%	37,6%	17,7%	6,3%	19,8%	31,3%
	29.12.2007	29.12.2012	13,9%	-35,0%	23,3%	2,6%	-8,2%	4,3%	10,9%	-1,6%
	29.12.2006	30.12.2011	29,9%	-31,1%	26,6%	5,4%	-7,2%	4,8%	12,5%	0,5%
6 лет	30.12.2005	31.12.2010	95,5%	57,0%	50,1%	14,3%	9,4%	8,5%	4,9%	5,9%
	31.12.2013	31.12.2019	66,0%	37,5%	-16,2%	8,8%	5,5%	-2,9%	3,4%	11,7%
	29.12.2012	29.12.2018	20,1%	-14,2%	-29,5%	3,1%	-2,5%	-5,6%	5,6%	8,7%
	30.12.2011	29.12.2017	50,5%	-0,5%	-8,8%	7,0%	-0,1%	-1,5%	7,1%	8,6%
	31.12.2010	30.12.2016	11,4%	-23,5%	-17,5%	1,8%	-4,4%	-3,2%	6,2%	5,0%
	31.12.2009	31.12.2015	-20,9%	-40,9%	-31,4%	-3,8%	-8,4%	-6,1%	4,5%	2,2%
	31.12.2008	31.12.2014	137,0%	25,9%	-15,3%	15,5%	3,9%	-2,7%	11,6%	18,2%
	29.12.2007	31.12.2013	25,4%	-37,4%	23,4%	3,8%	-7,5%	3,6%	11,3%	0,3%
	29.12.2006	29.12.2012	41,5%	-22,1%	43,7%	6,0%	-4,1%	6,2%	10,0%	-0,3%
	30.12.2005	30.12.2011	62,6%	24,7%	52,1%	8,4%	3,8%	7,2%	4,7%	1,2%
7 лет	29.12.2012	31.12.2019	82,7%	32,4%	-16,2%	9,0%	4,1%	-2,5%	4,9%	11,5%
	30.12.2011	29.12.2018	30,9%	-2,9%	-19,9%	3,9%	-0,4%	-3,1%	4,3%	7,0%
	31.12.2010	29.12.2017	25,1%	-21,0%	-7,6%	3,3%	-3,3%	-1,1%	6,6%	4,4%
	31.12.2009	30.12.2016	58,8%	-6,8%	-9,4%	6,8%	-1,0%	-1,4%	7,8%	8,2%
	31.12.2008	31.12.2015	174,1%	27,1%	-26,3%	15,5%	3,5%	-4,3%	12,0%	19,8%
	29.12.2007	31.12.2014	-39,7%	-65,2%	-23,0%	-7,0%	-14,0%	-3,7%	7,0%	-3,3%
	29.12.2006	31.12.2013	55,8%	-25,0%	43,8%	6,5%	-4,0%	5,3%	10,5%	1,2%
	30.12.2005	29.12.2012	77,2%	41,2%	72,6%	8,5%	5,0%	8,1%	3,5%	0,4%
	30.12.2011	31.12.2019	99,1%	49,8%	-4,8%	9,0%	5,2%	-0,6%	3,8%	9,6%
	31.12.2010	29.12.2018	8,9%	-22,9%	-18,9%	1,1%	-3,2%	-2,6%	4,3%	3,6%
8 лет	31.12.2009	29.12.2017	78,4%	-3,8%	1,5%	7,5%	-0,5%	0,2%	8,0%	7,3%
	31.12.2008	30.12.2016	450,8%	100,2%	-2,7%	23,8%	9,1%	-0,3%	14,7%	24,1%
	29.12.2007	31.12.2015	-30,3%	-64,9%	-33,0%	-4,4%	-12,2%	-4,9%	7,8%	0,5%
	29.12.2006	31.12.2014	-25,1%	-58,3%	-10,3%	-3,5%	-10,3%	-1,3%	6,8%	-2,2%
	30.12.2005	31.12.2013	95,1%	35,9%	72,7%	8,7%	3,9%	7,1%	4,8%	1,6%
	31.12.2010	31.12.2019	65,6%	19,0%	-3,6%	5,8%	1,9%	-0,4%	3,8%	6,2%
	31.12.2009	29.12.2018	55,2%	-6,1%	-10,9%	5,0%	-0,7%	-1,3%	5,7%	6,3%
	31.12.2008	29.12.2017	518,4%	106,8%	9,0%	22,4%	8,4%	1,0%	14,0%	21,5%
	29.12.2007	30.12.2016	40,1%	-44,7%	-11,5%	3,8%	-6,4%	-1,3%	10,2%	5,2%
	29.12.2006	31.12.2015	-13,4%	-57,9%	-21,9%	-1,6%	-9,1%	-2,7%	7,6%	1,1%
9 лет	30.12.2005	31.12.2014	-6,2%	-24,5%	7,8%	-0,7%	-3,1%	0,8%	2,4%	-1,6%
	31.12.2009	31.12.2019	136,0%	44,8%	5,9%	9,0%	3,8%	0,6%	5,2%	8,4%
	31.12.2008	29.12.2018	438,1%	101,7%	-4,3%	18,3%	7,3%	-0,4%	11,1%	18,8%
	29.12.2007	29.12.2017	57,3%	-42,9%	-0,9%	4,6%	-5,4%	-0,1%	10,1%	4,7%
	29.12.2006	30.12.2016	74,0%	-33,6%	3,1%	5,7%	-4,0%	0,3%	9,7%	5,4%
	30.12.2005	31.12.2015	8,4%	-23,7%	-6,2%	0,8%	-2,7%	-0,6%	3,5%	1,4%
	31.12.2008	31.12.2019	718,4%	211,3%	13,7%	21,0%	10,9%	1,2%	10,2%	19,9%
	29.12.2007	29.12.2018	36,8%	-44,2%	-13,0%	2,9%	-5,2%	-1,3%	8,1%	4,1%
	29.12.2006	29.12.2017	95,4%	-31,5%	15,5%	6,3%	-3,4%	1,3%	9,6%	5,0%
	30.12.2005	30.12.2016	117,9%	20,2%	23,9%	7,3%	1,7%	2,0%	5,6%	5,4%
10 лет	29.12.2007	31.12.2019	108,1%	-14,0%	3,4%	6,3%	-1,2%	0,3%	7,5%	6,0%
	29.12.2006	29.12.2018	70,0%	-33,1%	1,4%	4,5%	-3,3%	0,1%	7,8%	4,4%
	30.12.2005	29.12.2017	144,6%	24,1%	38,7%	7,7%	1,8%	2,8%	5,9%	5,0%
11 лет	29.12.2006	31.12.2019	158,5%	3,2%	20,5%	7,6%	0,2%	1,4%	7,3%	6,1%
	30.12.2005	29.12.2018	112,8%	21,1%	21,8%	6,0%	1,5%	1,5%	4,5%	4,5%
14 лет	30.12.2005	31.12.2019	223,7%	86,9%	44,7%	8,7%	4,6%	2,7%	4,2%	6,1%

* В результатах не учитывается взимание скидок и надбавок.

** Используются результаты одного из индексных фондов (индекс МосБиржи) с СЧА более 100 млн руб. (<http://pif.investfunds.ru/funds/268>).

*** Используются данные Банка России о ставках по депозитным вкладам сроком от 181 дня до 1 года, актуальных на начало соответствующего периода.

**** Не учитывается налогообложение.

В отчетности мы также приводим данную форму для анализа доходности регулярных инвестиций (ежемесячно инвестируется 1 000 руб.) на рассматриваемых временных интервалах.

Период	Дата начала	Дата окончания	Результат «Арселера - фонд акций», %	Результат индексного фонда**, %	Доход по депозиту***, %	Результат «Арселера - фонд акций», % годовых	Результат индексного фонда**, % годовых	Доход по депозиту***, % годовых	Результат «Арселера - фонд акций» минус результат индексного фонда, % годовых	Результат «Арселера - фонд акций» минус доходность депозита***, % годовых	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
1 год	29.12.2018	31.12.2019	16,1%	19,8%	3,1%	29,4%	36,2%	5,8%	-6,8%	23,6%	
	29.12.2017	29.12.2018	-2,2%	5,8%	3,1%	-4,0%	10,7%	5,9%	-14,7%	-9,9%	
	30.12.2016	29.12.2017	7,2%	6,0%	3,8%	13,2%	11,1%	7,1%	2,1%	6,2%	
	31.12.2015	30.12.2016	36,0%	18,4%	4,9%	66,3%	33,8%	9,2%	32,4%	57,1%	
	31.12.2014	31.12.2015	11,6%	8,7%	6,8%	21,4%	16,1%	12,8%	5,4%	8,6%	
	31.12.2013	31.12.2014	-12,3%	-0,7%	3,9%	-22,6%	-1,3%	7,3%	-21,2%	-29,9%	
	29.12.2012	31.12.2013	16,2%	6,6%	4,2%	29,6%	12,0%	7,8%	17,6%	21,8%	
	30.12.2011	29.12.2012	-1,7%	3,5%	4,1%	-3,1%	6,4%	7,7%	-9,5%	-10,8%	
	31.12.2010	30.12.2011	-11,7%	-13,8%	3,4%	-21,5%	-25,4%	6,4%	3,9%	-27,9%	
	31.12.2009	31.12.2010	24,7%	20,0%	5,7%	45,4%	36,8%	10,7%	8,6%	34,7%	
	31.12.2008	31.12.2009	102,5%	50,1%	5,6%	188,7%	92,2%	10,5%	96,5%	178,2%	
	29.12.2007	31.12.2008	-55,4%	-50,4%	4,8%	-102,0%	-92,6%	8,9%	-9,4%	-111,0%	
	29.12.2006	29.12.2007	14,0%	11,5%	4,5%	25,7%	21,2%	8,4%	4,5%	17,3%	
	30.12.2005	29.12.2006	11,6%	26,3%	5,4%	21,4%	48,6%	10,2%	-27,2%	11,2%	
	2 года	29.12.2017	31.12.2019	24,3%	32,6%	6,1%	21,0%	27,4%	5,9%	-6,4%	15,2%
30.12.2016		29.12.2018	5,2%	15,3%	6,5%	4,8%	13,8%	6,5%	-8,9%	-1,6%	
31.12.2015		29.12.2017	26,6%	11,5%	8,0%	22,9%	10,5%	8,1%	12,5%	14,8%	
31.12.2014		30.12.2016	60,8%	30,0%	10,7%	47,2%	25,5%	11,0%	21,6%	36,2%	
31.12.2013		31.12.2015	21,5%	19,3%	12,0%	18,9%	17,1%	10,0%	1,8%	8,9%	
29.12.2012		31.12.2014	-8,1%	0,6%	7,9%	-8,1%	0,5%	7,6%	-8,7%	-15,7%	
30.12.2011		31.12.2013	16,4%	6,9%	8,2%	14,6%	6,4%	7,8%	8,2%	6,9%	
31.12.2010		29.12.2012	-5,2%	-2,0%	7,7%	-5,1%	-1,9%	7,0%	-3,2%	-12,2%	
31.12.2009		30.12.2011	-1,4%	-6,8%	7,9%	-1,3%	-6,8%	8,5%	5,5%	-9,9%	
31.12.2008		31.12.2010	107,8%	52,0%	11,3%	75,2%	41,4%	10,6%	33,8%	64,5%	
29.12.2007		31.12.2009	80,8%	29,9%	10,7%	59,4%	25,3%	9,7%	34,1%	49,7%	
29.12.2006		31.12.2008	-60,4%	-56,8%	9,3%	-65,2%	-60,8%	8,7%	-4,4%	-73,9%	
30.12.2005		29.12.2007	21,5%	26,2%	9,4%	18,9%	22,7%	9,3%	-3,8%	9,6%	
3 года		30.12.2016	31.12.2019	33,6%	45,6%	9,5%	18,2%	23,5%	6,3%	-5,3%	12,0%
		31.12.2015	29.12.2018	21,2%	22,7%	10,6%	12,2%	13,0%	7,4%	-0,8%	4,8%
	31.12.2014	29.12.2017	50,8%	20,9%	13,6%	25,8%	12,1%	9,7%	13,7%	16,1%	
	31.12.2013	30.12.2016	80,0%	43,1%	16,5%	36,7%	22,5%	9,7%	14,2%	27,0%	
	29.12.2012	31.12.2015	29,0%	24,0%	16,7%	16,0%	13,6%	9,3%	2,5%	6,8%	
	30.12.2011	31.12.2014	-6,6%	1,2%	12,1%	-4,5%	0,8%	7,6%	-5,3%	-12,1%	
	31.12.2010	31.12.2013	13,7%	3,3%	12,2%	8,2%	2,1%	7,3%	6,1%	0,9%	
	31.12.2009	29.12.2012	0,7%	1,2%	12,2%	0,5%	0,8%	8,3%	-0,3%	-7,8%	
	31.12.2008	30.12.2011	50,5%	13,3%	13,6%	25,6%	8,0%	9,2%	17,6%	16,4%	
	29.12.2007	31.12.2010	114,7%	46,2%	17,2%	47,7%	23,8%	10,1%	23,9%	37,6%	
	29.12.2006	31.12.2009	61,8%	13,8%	16,0%	30,0%	8,2%	9,3%	21,8%	20,7%	
	30.12.2005	31.12.2008	-60,5%	-55,6%	14,7%	-51,4%	-45,9%	9,2%	-5,5%	-60,6%	

Период	Дата начала	Дата окончания	Результат «Арсатера - фонд акций», %	Результат индексного фонда**, %	Доход по депозиту***, %	Результат «Арсатера - фонд акций», % годовых	Результат индексного фонда**, % годовых	Доход по депозиту***, % годовых	Результат «Арсатера - фонд акций» минус результат индексного фонда: % годовых	Результат «Арсатера - фонд акций» минус доходность депозита****, % годовых
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
4 года	31.12.2015	31.12.2019	52,1%	56,4%	13,6%	19,2%	20,4%	7,0%	-1,2%	12,2%
	31.12.2014	29.12.2018	43,2%	33,2%	16,0%	16,5%	13,3%	8,7%	3,2%	7,8%
	31.12.2013	29.12.2017	71,7%	32,4%	19,5%	24,5%	13,1%	9,1%	11,4%	15,4%
	29.12.2012	30.12.2016	94,7%	50,7%	21,8%	29,9%	18,8%	9,3%	11,1%	20,7%
	30.12.2011	31.12.2015	32,8%	26,5%	21,5%	13,2%	11,0%	8,9%	2,2%	4,3%
	31.12.2010	31.12.2014	-7,6%	-1,1%	16,3%	-3,9%	-0,6%	7,3%	-3,4%	-11,2%
	31.12.2009	31.12.2013	18,7%	5,3%	16,8%	8,1%	2,5%	8,1%	5,6%	-0,1%
	31.12.2008	29.12.2012	41,2%	17,1%	17,7%	15,9%	7,5%	8,8%	8,5%	7,1%
	29.12.2007	30.12.2011	62,8%	13,1%	19,2%	22,1%	5,8%	9,1%	16,3%	13,0%
	29.12.2006	31.12.2010	105,5%	34,7%	22,6%	32,2%	13,8%	9,7%	18,4%	22,6%
5 лет	30.12.2005	31.12.2009	56,4%	11,2%	21,3%	20,4%	5,0%	9,5%	15,3%	10,9%
	31.12.2014	31.12.2019	78,3%	70,4%	18,9%	20,5%	18,9%	8,1%	1,5%	12,3%
	31.12.2013	29.12.2018	63,7%	45,9%	21,8%	17,6%	13,7%	8,4%	3,9%	9,2%
	29.12.2012	29.12.2017	88,7%	40,2%	25,1%	22,3%	12,3%	8,8%	10,0%	13,5%
	30.12.2011	30.12.2016	103,8%	55,5%	27,1%	24,9%	15,9%	8,9%	9,0%	15,9%
	31.12.2010	31.12.2015	33,1%	25,2%	26,3%	10,5%	8,4%	8,4%	2,1%	2,1%
	31.12.2009	31.12.2014	-4,0%	0,4%	21,1%	-1,6%	0,2%	8,0%	-1,8%	-9,6%
	31.12.2008	31.12.2013	57,3%	18,5%	22,4%	16,3%	6,4%	8,6%	9,9%	7,6%
	29.12.2007	29.12.2012	54,3%	17,8%	23,5%	15,6%	6,2%	8,9%	9,4%	6,8%
	29.12.2006	30.12.2011	61,3%	7,2%	25,0%	17,1%	2,7%	9,0%	14,4%	8,1%
6 лет	30.12.2005	31.12.2010	104,7%	33,1%	28,6%	25,0%	10,5%	9,8%	14,5%	15,2%
	31.12.2013	31.12.2019	104,1%	87,0%	24,6%	20,4%	18,1%	8,0%	2,3%	12,4%
	29.12.2012	29.12.2018	81,3%	55,2%	27,5%	17,3%	13,0%	8,3%	4,2%	9,0%
	30.12.2011	29.12.2017	100,2%	45,6%	30,7%	19,9%	11,3%	8,6%	8,6%	11,3%
	31.12.2010	30.12.2016	106,9%	55,7%	32,4%	20,8%	13,1%	8,5%	7,7%	12,3%
	31.12.2009	31.12.2015	38,4%	27,6%	31,6%	9,8%	7,5%	8,8%	2,3%	1,1%
	31.12.2008	31.12.2014	22,9%	10,9%	26,7%	6,4%	3,3%	8,4%	3,1%	-2,0%
	29.12.2007	31.12.2013	71,9%	19,6%	28,4%	15,8%	5,6%	8,7%	10,2%	7,1%
	29.12.2006	29.12.2012	55,4%	13,1%	29,5%	13,1%	3,9%	8,8%	9,2%	4,3%
	30.12.2005	30.12.2011	63,7%	6,9%	31,2%	14,5%	2,2%	9,2%	12,4%	5,3%
7 лет	29.12.2012	31.12.2019	127,1%	99,9%	30,4%	19,6%	16,8%	8,0%	2,8%	11,7%
	30.12.2011	29.12.2018	94,1%	62,0%	33,4%	16,2%	12,1%	8,2%	4,1%	7,9%
	31.12.2010	29.12.2017	105,7%	46,9%	36,3%	17,5%	9,8%	8,3%	7,7%	9,2%
	31.12.2009	30.12.2016	116,6%	59,4%	38,1%	18,6%	11,7%	8,8%	6,9%	9,8%
	31.12.2008	31.12.2015	73,8%	39,9%	37,8%	13,7%	8,7%	9,0%	5,0%	4,7%
	29.12.2007	31.12.2014	34,2%	12,1%	32,9%	7,6%	3,1%	8,5%	4,5%	-0,8%
	29.12.2006	31.12.2013	74,5%	15,8%	34,6%	13,8%	3,9%	8,6%	9,8%	5,1%
	30.12.2005	29.12.2012	59,2%	13,2%	36,0%	11,7%	3,4%	9,0%	8,3%	2,7%
	30.12.2011	31.12.2019	144,5%	109,8%	36,4%	18,4%	15,5%	7,9%	2,9%	10,4%
	31.12.2010	29.12.2018	101,2%	64,5%	39,2%	14,7%	10,8%	8,0%	3,9%	6,7%
8 лет	31.12.2009	29.12.2017	116,9%	50,9%	42,4%	16,2%	9,1%	8,6%	7,0%	7,5%
	31.12.2008	30.12.2016	169,7%	74,3%	44,7%	20,2%	12,0%	9,0%	8,2%	11,2%
	29.12.2007	31.12.2015	89,9%	42,0%	44,5%	13,6%	7,8%	9,0%	5,8%	4,6%
	29.12.2006	31.12.2014	37,1%	9,2%	39,4%	7,1%	2,1%	8,5%	5,0%	-1,4%
	30.12.2005	31.12.2013	79,7%	16,0%	41,4%	12,5%	3,5%	8,8%	9,1%	3,7%
	31.12.2010	31.12.2019	155,1%	114,2%	42,4%	16,9%	14,0%	7,8%	2,8%	9,1%
	31.12.2009	29.12.2018	113,2%	69,7%	45,5%	14,0%	10,1%	8,3%	3,8%	5,7%
	31.12.2008	29.12.2017	169,3%	64,7%	49,3%	17,7%	9,6%	8,8%	8,2%	8,9%
	29.12.2007	30.12.2016	195,7%	77,5%	51,9%	19,2%	10,9%	9,0%	8,3%	10,2%
	29.12.2006	31.12.2015	95,1%	39,1%	51,6%	12,5%	6,6%	8,9%	5,9%	3,5%
10 лет	30.12.2005	31.12.2014	41,7%	9,6%	46,4%	6,9%	1,9%	8,7%	5,0%	-1,7%
	31.12.2009	31.12.2019	171,5%	121,8%	48,9%	16,0%	13,1%	8,0%	2,9%	7,9%
	31.12.2008	29.12.2018	164,1%	85,1%	52,6%	17,5%	10,4%	8,5%	7,1%	8,9%
	29.12.2007	29.12.2017	196,4%	68,4%	56,8%	19,3%	8,9%	8,8%	10,4%	10,5%

Период	Дата начала	Дата окончания	Результат «Арсатера - фонд акций»*, %	Результат индексного фонда** , %	Доход по депозиту***, %	Результат «Арсатера - фонд акций»*, % годовых	Результат индексного фонда** , % годовых	Доход по депозиту***, % годовых	Результат «Арсатера - фонд акций» минус результат индексного фонда, % годовых	Результат «Арсатера - фонд акций» минус доходность депозита****, % годовых
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
10 лет	29.12.2006	30.12.2016	205,3%	74,9%	59,5%	19,7%	9,5%	9,0%	10,2%	10,8%
	30.12.2005	31.12.2015	102,3%	39,9%	59,3%	13,1%	6,0%	9,1%	7,1%	4,0%
	31.12.2008	31.12.2019	235,8%	142,1%	56,2%	17,9%	13,7%	8,3%	4,3%	9,7%
11 лет	29.12.2007	29.12.2018	191,7%	89,8%	60,3%	16,1%	10,4%	8,6%	5,8%	7,6%
	29.12.2006	29.12.2017	207,7%	66,7%	64,7%	16,8%	8,5%	8,8%	8,3%	8,0%
	30.12.2005	30.12.2016	217,9%	76,5%	67,6%	17,2%	9,3%	9,1%	7,9%	8,1%
12 лет	29.12.2007	31.12.2019	271,8%	149,0%	64,1%	18,2%	13,4%	7,6%	4,8%	10,7%
	29.12.2006	29.12.2018	204,2%	88,7%	68,4%	15,9%	9,9%	7,8%	6,0%	8,0%
	30.12.2005	29.12.2017	221,8%	68,5%	73,2%	16,5%	8,4%	8,0%	8,1%	8,5%
13 лет	29.12.2006	31.12.2019	289,3%	148,5%	72,5%	17,8%	12,9%	8,3%	5,0%	9,5%
	30.12.2005	29.12.2018	219,3%	91,3%	77,2%	15,7%	9,7%	8,7%	5,9%	7,0%
14 лет	30.12.2005	31.12.2019	309,8%	152,6%	81,5%	17,5%	12,5%	8,5%	5,0%	9,0%

* В результатах не учитывается взимание скидок и надбавок.

** Используются результаты одного из индексных фондов (индекс МосБиржи) с СЧА более 100 млн руб. (<http://pif.investfunds.ru/funds/268>).

*** Используются данные Банка России о ставках по депозитным вкладам сроком от 181 дня до 1 года, актуальных на начало соответствующего периода.

**** Не учитывается налогообложение.

В следующей таблице приводится пересчет представленных ранее результатов инвестирования в долларах США по курсу Банка России.

Период	Дата начала	Дата окончания	Результат «Арсатера - фонд акций»*, %	Результат индексного фонда** , %	Доход по рублевому депозиту***, %	Результат «Арсатера - фонд акций»*, % годовых	Результат индексного фонда** , % годовых	Доход по рублевому депозиту***, % годовых	Результат «Арсатера - фонд акций» минус результат индексного фонда, % годовых	Результат «Арсатера - фонд акций» минус доходность депозита****, % годовых
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1 год	29.12.2018	31.12.2019	20,9%	24,8%	7,4%	38,5%	42,9%	13,6%	-4,4%	24,9%
	29.12.2017	29.12.2018	-11,6%	-4,4%	-6,8%	-20,8%	-7,9%	-12,2%	-12,9%	-8,6%
	30.12.2016	29.12.2017	8,1%	6,9%	4,6%	14,9%	12,8%	8,6%	2,1%	6,4%
	31.12.2015	30.12.2016	49,3%	30,0%	15,2%	93,7%	56,9%	28,8%	36,7%	64,9%
	31.12.2014	31.12.2015	-6,3%	-8,7%	-10,3%	-11,2%	-15,6%	-18,5%	4,4%	7,3%
	31.12.2013	31.12.2014	-40,3%	-32,5%	-29,3%	-70,0%	-56,4%	-50,9%	-13,6%	-19,1%
	29.12.2012	31.12.2013	13,4%	4,0%	1,7%	24,2%	7,2%	3,0%	17,0%	21,1%
	30.12.2011	29.12.2012	0,2%	5,5%	6,1%	0,4%	10,0%	11,1%	-9,6%	-10,8%
	31.12.2010	30.12.2011	-19,2%	-21,2%	-5,5%	-34,9%	-38,4%	-9,9%	3,5%	-25,0%
	31.12.2009	31.12.2010	24,2%	19,5%	5,3%	44,1%	35,6%	9,7%	8,5%	34,4%
	31.12.2008	31.12.2009	113,0%	57,8%	11,1%	213,5%	109,3%	20,9%	104,2%	192,6%
	29.12.2007	31.12.2008	-62,3%	-58,1%	-11,4%	-86,8%	-83,0%	-20,4%	-3,8%	-66,4%
	29.12.2006	29.12.2007	18,3%	15,8%	8,5%	34,4%	29,7%	15,9%	4,7%	18,5%
	30.12.2005	29.12.2006	14,7%	29,8%	8,3%	27,6%	56,0%	15,5%	-28,4%	12,1%
2 года	29.12.2017	31.12.2019	27,7%	36,3%	9,1%	23,4%	29,8%	8,2%	-6,4%	15,2%
	30.12.2016	29.12.2018	-8,7%	0,1%	-7,5%	-8,5%	0,1%	-7,3%	-8,6%	-1,2%
	31.12.2015	29.12.2017	35,9%	19,7%	16,0%	31,1%	18,1%	14,9%	13,1%	16,2%
	31.12.2014	30.12.2016	69,6%	37,2%	16,8%	52,0%	30,3%	14,7%	21,6%	37,2%

Период	Дата начала	Дата окончания	Результат «Арсгера-фонд акций», %	Результат индексного фонда**, %	Доход по рублевому депозиту***, %	Результат «Арсгера-фонд акций»*, % годовых	Результат индексного фонда**, % годовых	Доход по рублевому депозиту***, % годовых	Результат «Арсгера-фонд акций» минус результат индексного фонда, % годовых	Результат «Арсгера-фонд акций» минус доходность депозита***, % годовых
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2 года	31.12.2013	31.12.2015	-21,5%	-22,9%	-27,6%	-20,1%	-21,7%	-27,0%	1,5%	6,8%
	29.12.2012	31.12.2014	-43,1%	-37,8%	-33,2%	-53,0%	-43,6%	-36,8%	-9,4%	-16,3%
	30.12.2011	31.12.2013	11,8%	2,7%	4,0%	10,6%	2,5%	3,7%	8,0%	6,9%
	31.12.2010	29.12.2012	-6,1%	-2,9%	6,7%	-5,9%	-2,8%	6,2%	-3,1%	-12,0%
	31.12.2009	30.12.2011	-8,2%	-13,3%	0,5%	-8,2%	-13,7%	0,5%	5,5%	-8,7%
	31.12.2008	31.12.2010	111,8%	55,0%	13,5%	78,2%	43,9%	12,4%	34,3%	65,9%
	29.12.2007	31.12.2009	66,7%	19,8%	2,1%	48,4%	16,5%	1,9%	31,9%	46,5%
	29.12.2006	31.12.2008	-66,1%	-63,0%	-6,4%	-71,9%	-68,1%	-6,3%	-3,8%	-65,6%
	30.12.2005	29.12.2007	30,1%	35,1%	17,1%	26,1%	30,0%	31,7%	-3,9%	-5,6%
	30.12.2016	31.12.2019	33,1%	45,0%	9,1%	17,6%	22,8%	5,4%	-5,2%	12,2%
3 года	31.12.2015	29.12.2018	8,4%	9,8%	-1,0%	5,2%	6,0%	-0,7%	-0,8%	5,9%
	31.12.2014	29.12.2017	61,3%	29,3%	21,5%	30,2%	16,4%	12,5%	13,8%	17,7%
	31.12.2013	30.12.2016	55,6%	23,7%	0,7%	25,0%	12,0%	0,4%	13,0%	24,6%
	29.12.2012	31.12.2015	-28,0%	-30,8%	-34,9%	-19,4%	-21,9%	-25,9%	2,5%	6,5%
	30.12.2011	31.12.2014	-44,5%	-39,8%	-33,4%	-43,7%	-35,8%	-27,3%	-7,9%	-16,4%
	31.12.2010	31.12.2013	6,6%	-3,2%	5,2%	4,0%	-2,0%	3,2%	6,0%	0,8%
	31.12.2009	29.12.2012	0,1%	0,5%	11,5%	0,1%	0,3%	6,9%	-0,3%	-6,8%
	31.12.2008	30.12.2011	43,1%	7,8%	8,1%	22,8%	4,9%	5,1%	18,0%	17,8%
	29.12.2007	31.12.2010	102,0%	37,5%	10,2%	42,4%	19,3%	6,0%	23,2%	36,5%
	29.12.2006	31.12.2009	44,7%	1,8%	3,7%	22,3%	1,1%	2,2%	21,2%	20,1%
30.12.2005	31.12.2008	-65,3%	-61,1%	0,6%	-58,0%	-52,8%	0,4%	-5,2%	-58,4%	
4 года	31.12.2015	31.12.2019	54,2%	58,5%	15,1%	19,8%	21,0%	6,7%	-1,2%	13,1%
	31.12.2014	29.12.2018	27,5%	18,7%	3,4%	11,4%	8,1%	1,6%	3,3%	9,8%
	31.12.2013	29.12.2017	59,4%	22,9%	10,9%	19,8%	9,0%	4,5%	10,9%	15,3%
	29.12.2012	30.12.2016	45,4%	12,5%	-9,1%	15,2%	4,9%	-4,0%	10,3%	19,2%
	30.12.2011	31.12.2015	-31,3%	-34,5%	-37,1%	-17,7%	-20,4%	-22,7%	2,7%	5,0%
	31.12.2010	31.12.2014	-47,0%	-43,3%	-33,3%	-40,0%	-33,3%	-21,3%	-6,8%	-18,7%
	31.12.2009	31.12.2013	11,0%	-1,5%	9,2%	4,9%	-0,7%	4,2%	5,6%	0,7%
	31.12.2008	29.12.2012	42,2%	17,9%	18,4%	16,3%	7,8%	8,1%	8,5%	8,3%
	29.12.2007	30.12.2011	46,5%	1,8%	7,3%	17,1%	0,8%	3,3%	16,3%	13,9%
	29.12.2006	31.12.2010	87,5%	22,9%	11,8%	27,4%	9,3%	5,1%	18,1%	22,3%
30.12.2005	31.12.2009	39,9%	-0,6%	8,5%	15,2%	-0,3%	3,8%	15,5%	11,4%	
5 лет	31.12.2014	31.12.2019	79,8%	71,8%	19,9%	20,7%	19,2%	6,8%	1,5%	13,9%
	31.12.2013	29.12.2018	29,8%	15,7%	-3,4%	9,0%	5,1%	-1,3%	3,9%	10,3%
	29.12.2012	29.12.2017	54,3%	14,7%	2,3%	14,0%	4,6%	0,8%	9,5%	13,3%
	30.12.2011	30.12.2016	39,5%	6,5%	-13,0%	10,7%	2,1%	-4,8%	8,7%	15,6%
	31.12.2010	31.12.2015	-34,9%	-38,7%	-38,2%	-17,2%	-20,3%	-19,9%	3,1%	2,6%
	31.12.2009	31.12.2014	-45,6%	-43,1%	-31,4%	-32,2%	-28,3%	-16,3%	-4,0%	-15,9%
	31.12.2008	31.12.2013	48,2%	11,6%	15,3%	14,2%	4,2%	5,4%	10,0%	8,8%
	29.12.2007	29.12.2012	48,4%	13,3%	18,8%	14,0%	4,6%	6,3%	9,3%	7,6%
	29.12.2006	30.12.2011	41,5%	-6,0%	9,6%	12,3%	-2,4%	3,4%	14,7%	8,9%
	30.12.2005	31.12.2010	85,8%	20,8%	16,7%	21,3%	6,9%	5,7%	14,4%	15,7%
6 лет	31.12.2013	31.12.2019	86,3%	70,6%	13,7%	17,0%	14,8%	3,8%	2,3%	13,2%
	29.12.2012	29.12.2018	28,3%	9,8%	-9,8%	6,8%	2,6%	-3,0%	4,2%	9,9%
	30.12.2011	29.12.2017	50,6%	9,6%	-1,7%	10,9%	2,5%	-0,5%	8,3%	11,4%
	31.12.2010	30.12.2016	32,6%	-0,3%	-15,2%	7,6%	-0,1%	-4,8%	7,7%	12,5%
	31.12.2009	31.12.2015	-34,2%	-39,3%	-37,4%	-14,5%	-18,2%	-16,7%	3,7%	2,3%
	31.12.2008	31.12.2014	-30,4%	-37,2%	-28,2%	-13,5%	-18,7%	-12,1%	5,2%	-1,4%
	29.12.2007	31.12.2013	55,7%	8,3%	16,3%	12,8%	2,5%	4,6%	10,3%	8,2%
	29.12.2006	29.12.2012	45,9%	6,2%	21,7%	11,0%	1,9%	5,9%	9,1%	5,1%
	30.12.2005	30.12.2011	42,8%	-6,8%	14,4%	10,5%	-2,3%	4,1%	12,8%	6,3%
	7 лет	29.12.2012	31.12.2019	86,7%	64,3%	7,2%	14,0%	11,3%	1,7%	2,7%
30.12.2011		29.12.2018	26,6%	5,7%	-13,0%	5,5%	1,3%	-3,5%	4,1%	9,0%
31.12.2010		29.12.2017	44,8%	3,4%	-4,1%	8,4%	0,8%	-1,0%	7,6%	9,4%

Период	Дата начала	Дата окончания	Результат «Арсгера» - фонд акций*, %	Результат индексного фонда**, %	Доход по рублевой депозиту***, %	Результат «Арсгера» - фонд акций*, % годовых	Результат индексного фонда**, % годовых	Доход по рублевой депозиту***, % годовых	Результат «Арсгера» - фонд акций» минус результат индексного фонда, % годовых	Результат «Арсгера» - фонд акций» минус доходность депозита****, % годовых
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
7 лет	31.12.2009	30.12.2016	33,6%	-1,7%	-14,8%	6,7%	-0,4%	-4,1%	7,2%	10,9%
	31.12.2008	31.12.2015	-18,4%	-34,3%	-35,3%	-5,7%	-13,0%	-13,6%	7,4%	8,0%
	29.12.2007	31.12.2014	-26,9%	-38,9%	-27,6%	-9,5%	-17,0%	-9,9%	7,5%	0,4%
	29.12.2006	31.12.2013	54,5%	2,5%	19,2%	10,6%	0,7%	4,5%	10,0%	6,1%
	30.12.2005	29.12.2012	48,4%	5,5%	26,8%	9,8%	1,4%	-9,1%	8,4%	18,9%
8 лет	30.12.2011	31.12.2019	86,0%	59,6%	3,8%	11,9%	9,1%	0,8%	2,8%	11,1%
	31.12.2010	29.12.2018	22,8%	0,4%	-15,0%	4,2%	0,1%	-3,6%	4,1%	7,7%
	31.12.2009	29.12.2017	46,5%	2,0%	-3,8%	7,6%	0,4%	-0,8%	7,2%	8,4%
	31.12.2008	30.12.2016	62,9%	5,3%	-12,6%	9,7%	1,1%	-3,1%	8,6%	12,8%
	29.12.2007	31.12.2015	-14,9%	-36,4%	-35,2%	-3,8%	-12,4%	-11,7%	8,6%	7,9%
9 лет	29.12.2006	31.12.2014	-27,2%	-42,0%	-26,0%	-8,4%	-17,3%	-7,9%	8,9%	-0,5%
	30.12.2005	31.12.2013	57,7%	1,8%	24,0%	9,7%	0,4%	4,8%	9,3%	4,9%
	31.12.2010	31.12.2019	81,8%	52,7%	1,5%	11,5%	8,4%	0,3%	3,1%	11,2%
	31.12.2009	29.12.2018	24,7%	-0,8%	-14,9%	4,5%	-0,2%	-3,2%	4,7%	7,7%
	31.12.2008	29.12.2017	77,5%	8,6%	-1,6%	10,9%	1,8%	-0,3%	9,1%	11,2%
10 лет	29.12.2007	30.12.2016	69,8%	2,0%	-12,7%	10,5%	0,4%	-2,7%	10,0%	13,2%
	29.12.2006	31.12.2015	-15,2%	-39,5%	-34,1%	-4,1%	-17,5%	-9,9%	13,3%	5,8%
	30.12.2005	31.12.2014	-25,6%	-42,5%	-23,1%	-8,3%	-22,5%	-6,1%	14,2%	-2,2%
	31.12.2009	31.12.2019	85,1%	51,2%	1,5%	11,7%	8,3%	0,2%	3,4%	11,4%
	31.12.2008	29.12.2018	50,3%	5,3%	-13,2%	7,9%	1,1%	-2,5%	6,8%	10,4%
11 лет	29.12.2007	29.12.2017	85,5%	5,4%	-1,9%	11,5%	1,2%	-0,3%	10,3%	11,8%
	29.12.2006	30.12.2016	69,3%	-3,0%	-11,6%	10,3%	-0,7%	-2,2%	11,0%	12,5%
	30.12.2005	31.12.2015	-13,6%	-40,2%	-31,9%	-3,8%	-25,2%	-11,9%	21,4%	8,1%
	31.12.2008	31.12.2019	122,3%	60,3%	3,4%	10,8%	6,6%	0,5%	4,1%	10,2%
	29.12.2007	29.12.2018	57,5%	2,4%	-13,5%	6,4%	0,4%	-2,3%	6,0%	8,7%
12 лет	29.12.2006	29.12.2017	85,6%	0,5%	-0,7%	8,6%	0,1%	-0,1%	8,5%	8,7%
	30.12.2005	30.12.2016	72,6%	-4,2%	-9,0%	7,7%	-0,7%	-1,5%	8,4%	9,3%
	29.12.2007	31.12.2019	133,5%	56,4%	3,1%	10,3%	5,7%	0,4%	4,6%	9,9%
13 лет	29.12.2006	29.12.2018	58,0%	-2,0%	-12,5%	5,9%	-0,3%	-2,0%	6,2%	7,8%
	30.12.2005	29.12.2017	89,6%	-0,7%	2,0%	8,1%	-0,1%	0,3%	8,2%	7,8%
	29.12.2006	31.12.2019	135,0%	50,0%	4,1%	9,5%	4,8%	0,5%	4,7%	9,0%
14 лет	30.12.2005	29.12.2018	61,7%	-3,1%	-10,3%	5,7%	-0,4%	-1,5%	6,1%	7,2%
	30.12.2005	31.12.2019	166,4%	64,2%	18,0%	9,4%	5,0%	1,7%	4,4%	7,7%

* В результатах не учитывается взимание скидок и надбавок.

** Используются результаты одного из индексных фондов (индекс МосБиржи) с СЧА более 100 млн руб. (<http://pif.investfunds.ru/funds/268>).

*** Используются данные Банка России о ставках по депозитным вкладам сроком от 181 дня до 1 года, актуальных на начало соответствующего периода.

**** Не учитывается налогообложение.

Как видно из приведенных таблиц, результаты фонда на коротких интервалах (1-3 года) бывают хуже результатов индексного фонда, но на более длинных промежутках результаты фонда превосходили индекс. В модели, где инвестиции осуществляются регулярно, на периоде более пяти лет результат фонда был всегда лучше, чем у индекса.

Итогом нашего кропотливого труда по выбору наиболее перспективных активов стало то, что результаты фонда на большинстве рассматриваемых интервалов

превосходят доходность депозитов, в то время как индексный фонд не смог обеспечить такой результат.

Выводы

- Разработанная нами форма отчетности позволяет дать объективную оценку работы управляющего на длительных временных интервалах и исключить возможность манипулирования данными.
- Данное исследование показало, что модель регулярных инвестиций в фонд акций дала более стабильное превосходство результата над доходностью депозитов и индексного фонда по сравнению с нерегулярными.



Данные отчета обновляются в рамках статьи на сайте компании.

13.7. Отчет «Эффективность управления портфелем»

Для определения эффективности полученного по портфелю результата управления необходимо иметь систему критериев. В качестве критериев можно использовать бенчмарки – результаты альтернативных инвестиций, которые могли бы быть осуществлены инвестором самостоятельно.

Для оценки качества управления можно использовать как бенчмарк индексы акций (Индекс МосБиржи, MCFTR) и облигаций (Cbonds), демонстрирующие общее изменение рынка, а также составленные на их основе синтетические индексы пропорционально соотношению акций и облигаций в портфеле. Индексы показывают тот результат, который мог быть получен инвестором без необходимости активного управления портфелем и выбора активов.

Одним из бенчмарков также является средний результат рынка, рассчитанный по free-float. Это средний результат, который был получен всеми участниками рынка акций. При этом для простоты расчета в этом бенчмарке не учитываются транзакционные издержки.

Однако у этих методов есть свои недостатки – биржевые индексы отражают поведение только ограниченной выборки обращающихся на рынке активов, а средний результат рынка не учитывает ограничения инвестиционной декларации. Поэтому дополнительно необходимо построить индивидуальный рыночный индекс (индивидуальный бенчмарк), демонстрирующий среднее поведение активов, которые могли быть приобретены в портфель в соответствии с ограничениями инвестиционной декларации.

Также бенчмарком может быть банковский депозит, который подходит для сравнения абсолютного значения результата на длинных временных отрезках в качестве значения альтернативной доходности.

Таким образом, для корректной оценки полученного по портфелю результата инвестор должен получить отчет, в котором результат управления сравнивается с соответствующими рыночными индексами и индивидуальным бенчмарком. Чтобы иметь максимально полное представление об эффективности управления портфелем рекомендуется использовать отчеты MARQ и «Клин Арсагеры».

Показатель доходности		4 квартал 2019		4 квартал 2019		За год		
		ТОП-3 лучших	ТОП-3 худших	Простой	Взвешенный по free-float	Простой	Взвешенный по free-float	
Бенчмарк группы 6.1	Сургутнефтегаз, ао	41,93%	НОВАТЭК, ао	-3,21%	11,10%	13,29%	29,23%	39,39%
	МТС, ао	23,84%	Магнит, ао	-3,20%				
	Норильский никель, ао	23,66%	Полюс, ао	-3,11%				
Бенчмарк группы 6.2	М.видео, ао	31,77%	Распадская, ао	-9,98%	7,22%	7,35%	23,78%	25,60%
	АФК Система, ао	19,95%	Акрон, ао	-3,05%				
	НКНХ, ап	19,33%	Аэрофлот, ао	-0,14%				
Бенчмарк группы 6.3	ДВМП, ао	59,75%	ОВК, ао	-11,63%	9,69%	6,88%	34,06%	24,87%
	КТК, ао	53,49%	Иркутскэнерго, ао	-10,77%				
	ЧТПЗ, ао	49,10%	МосОблБанк, ао	-9,08%				
Бенчмарк группы 6.4	ЧКПЗ, ао	48,16%	МРСК Северного Кавказа, ао	-13,10%	4,58%	4,96%	30,05%	31,49%
	ГТМ, ао	42,36%	МРСК Северо-Запада, ао	-12,97%				
	Селигдар, ао	38,13%	Бурятзолото, ао	-12,59%				
Результат рынка акций, рассчитанный по free-float					12,85%		38,33%	
Индекс IFX-CBonds					3,67%		14,98%	
Индекс MCFTR*					12,77%		38,45%	
Синтетический индекс (1/2 MCFTR + 1/2 IFX-Cbonds)					8,22%		26,72%	
Стоимость пая					6,60%		27,21%	

В качестве дополнительной информации, демонстрирующей общее состояние рынка, на котором был получен результат (например, рынок акций), можно предоставлять данные об акциях, показавших лучший и худший результаты в отчетном периоде, отразить средние значения результатов по группам риска. Также можно рассказать, как конкретные активы в портфеле вели себя относительно средних результатов.

Пример комментария

«В отчетном периоде стоимость пая выросла на 6,60%, изменение синтетического индекса составило +8,22% (1/2 MCFTR + 1/2 IFX-Cbonds).

*Среди ликвидных акций лучше рынка** вели себя находившиеся в портфеле фонда акции ПАО АФК «Система» (+19,95%), ПАО АК «АЛРОСА» (+18,32%) и ПАО «ЛУКОЙЛ» (+17,82%), привилегированные акции ПАО «Нижнекамскнефтехим» (+19,33%). Динамику хуже рынка продемонстрировали акции ПАО «НОВАТЭК» (-3,21%), ПАО «Акрон» (-3,05%), ПАО «Аэрофлот» (-0,14%), ПАО «НЛМК» (+3,88%), ПАО «Газпром нефть» (+3,99%), ПАО «ОГК-2» (+5,27%), ПАО «Группа ЛСР» (+5,63%) и ПАО «ФСК ЕЭС» (+8,91%), привилегированные акции ПАО АНК «Башнефть» (+3,69%).*

Внутри квартала были приобретены акции ПАО “Распадская” (-9,98%).

Среди менее ликвидных акций результат лучше рынка показали акции ПАО “МОСТОТРЕСТ” (+29,65%) и ПАО “МРСК Центра” (+17,30%). Слабее рынка выглядели акции ПАО “ЧМК” (-7,08%), ПАО “МРСК Волги” (-4,00%), ПАО “МРСК Центра и Приволжья” (-3,98%) и ПАО “Энел Россия” (+0,38%).

Внутри квартала были проданы акции ПАО “ПРОТЕК” (+8,85%).

В облигационной части портфеля значительно выросли котировки облигаций выпусков 26207, 26212 и 46020 Федерального займа, биржевых облигаций ПАО “Нижнекамскнефтехим” серии 001P-01.

Внутри квартала были проданы облигации ПАО “ФСК ЕЭС” серии 13 и биржевые облигации ПАО “Газпром нефть” серии 001P-03R, приобретены облигации ВЭБ.РФ серии 18, биржевые облигации ПАО “Газпром” серии БО-22 и АО Банк ГПБ серии 001P-11P.

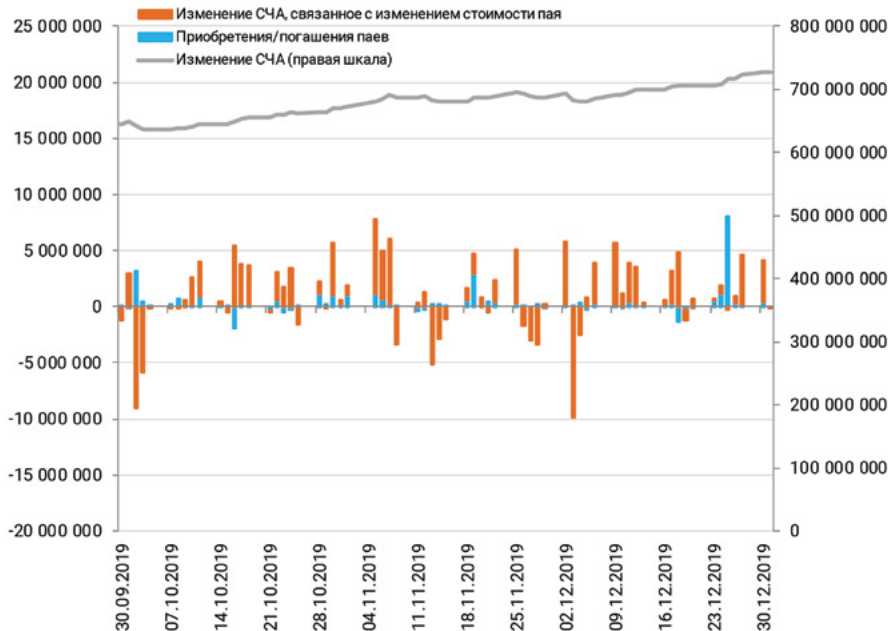
На плавающем окне в один год стоимость пая выросла на 27,21%, превысив изменение синтетического индекса (+26,72%). На указанном периоде опережающую курсовую динамику показали обыкновенные акции ПАО “Россети” (+81,04%), ПАО АФК “Система” (+92,61%), ПАО “ОГК-2” (+89,67%) и ПАО “Газпром” (+77,81%), привилегированные акции ПАО “Нижнекамскнефтехим” (+159,07%), значительно хуже рынка были акции ПАО АК “АЛРОСА” (-6,49%), ПАО “ЧМК” (+2,54%), ПАО “Энел Россия” (+3,02%), ПАО “МРСК Волги” (+4,04%), ПАО “Аэрофлот” (+4,94%) и ПАО “МРСК Центра и Приволжья” (+5,56%), привилегированные акции ПАО “Башнефть” (+5,00%).

Управляющая компания Арсагера традиционно придерживается стратегии полного инвестирования. В отчетном периоде доля денежных средств в фонде была близка к нулю и носила технический характер.

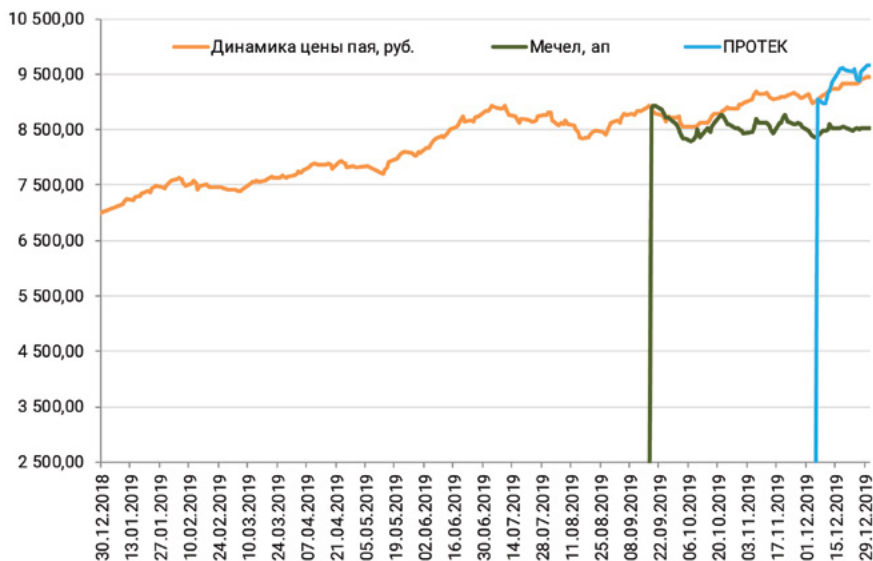
**Индекс MCFTR – индекс МосБиржи полной доходности, отражающий изменение суммарной стоимости цен российских акций, включенных в расчет индекса МосБиржи, с учетом дивидендных выплат и без учета налогообложения доходов, полученных в виде дивидендов.*

*** При расчете курсовой динамики учитываются выплаченные дивиденды.»*

Приведенный далее график более детально отражает, как изменение стоимости пая и приобретения/погашения паев влияли на изменение стоимости чистых активов (правая шкала) в отчетном квартале.



На следующем графике представлена информация об изменении стоимости акций, которые были проданы из портфеля в течение года, в сравнении с динамикой стоимости пая. Вертикальные линии позволяют видеть дату продажи акций.



Выводы

- Чтобы корректно оценить эффективность управления, необходимо использовать бенчмарки: значения индексов, результат всего рынка, доходность банковских депозитов, индивидуальные бенчмарки.
- Не забывайте использовать альтернативные отчеты, позволяющие оценить эффективность управления: MARQ и «Клин Арсагеры».

13.8. Отчет «Анализ портфеля по эмитентам акций и облигаций»

Управляющий должен объяснить инвестору логику и причины выбора тех или иных активов при формировании текущего портфеля.

Система управления капиталом в компании Арсагера предполагает оценку и прогноз различных финансовых показателей деятельности бизнеса. К основным прогнозируемым показателям можно отнести прибыль, выручку, балансовый капитал, ROE, ROS и, соответственно, финансовые коэффициенты на базе этих показателей: P/E, P/S, P/BV.

Все прогнозируемые показатели и коэффициенты подготавливаются более чем по 200 выпускам акций, обращающихся на российском фондовом рынке.


Полученные данные служат базой для расчета потенциальной доходности активов и формирования инвестиционного портфеля, поэтому они в полном объеме фигурируют в отчете для инвесторов.

Эмитент, вид ЦБ	Доля в портфеле			Потенциальная доходность			Прогнозные базовые показатели эмитентов				
	4 квартал 2019	3 квартал 2019	Причина изменения (отсутствия)	4 квартал 2019	3 квартал 2019	Причина изменения	ROE,%	ROS,%	P/E	P/S	P/BV
Добыча нефти и газа											
6.1 ЛУКОЙЛ, ао	9,00	9,04	↗	52%	48%	☺	16,1	7,8	5,4	0,4	0,8
6.1 Газпром, ао	8,99	9,02	↗	55%	60%	☹	8,6	15,2	4,4	0,7	0,4
6.1 НОВАТЭК, ао	4,43	3,91	↘	46%	43%	☹	42,8	42,8	8,3	3,6	1,0
6.2 Башнефть, ап	4,42	5,08	↘	48%	44%	☹	21,4	12,4	2,6	0,3	0,5
6.1 Газпром нефть, ао	4,42	5,04	↘	54%	48%	☹	18,9	15,6	4,3	0,7	0,7
6.1 Татнефть, ап	0,00	0,00	↘	33%	29%	☹	27,9	22,6	6,6	1,5	1,6
6.1 Сургутнефтегаз, ап	0,00	0,00	↘	28%	36%	☹	8,6	21,5	5,4	1,2	0,4
6.3 Русснефть, ао	0,00	0,00	↘	-7%	-4%	☹	27,0	0,0	10,2	0,8	2,2
6.2 Башнефть, ао	0,00	0,00	↘	46%	43%	☹	21,4	12,4	2,6	0,3	0,5
6.4 Славнефть-Мегийоннефтегаз, ап	0,00	0,00	↘	13%	25%	☹	8,1	4,1	4,0	0,2	0,3
6.4 Славнефть-Мегийоннефтегаз, ап	0,00	0,00	↘	6%	17%	☹	8,1	4,1	4,0	0,2	0,3
6.1 Роснефть, ао	0,00	0,00	↘	52%	22%	☹	16,6	8,7	5,2	0,5	0,8
6.1 Сургутнефтегаз, ао	0,00	0,00	↘	20%	35%	☹	8,6	21,5	5,4	1,2	0,4
6.1 Татнефть, ао	0,00	0,00	↘	38%	35%	☹	27,9	22,6	6,6	1,5	1,6
6.5 Удмуртнефть, ао	0,00	0,00	↘	27%	25%	☹	95,4	20,0	4,4	0,9	3,6
6.4 Варьеганнефтегаз, ао	0,00	0,00	↘	15%	18%	☹	12,7	6,7	3,6	0,2	0,4





В отчете «Анализ портфеля по эмитентам акций» представлены все акции, попадающие в аналитическое покрытие, и прогнозные данные по ним. Цветом выделены те акции, которые входят в текущий портфель.

Также в отчете представлены данные о причине изменения доли той или иной акции в портфеле или причины ее отсутствия в портфеле.



Причины изменения доли отрасли (эмитента) в портфеле

-  Динамика отрасли (эмитента) в отчетном периоде была хуже динамики портфеля в целом
-  Динамика отрасли (эмитента) в отчетном периоде была лучше динамики портфеля в целом
-  Доля отрасли (эмитента) была увеличена путем покупки акций отрасли (эмитента) или вследствие продажи акций других отраслей (эмитентов)
Возможные причины покупки:
 - более высокий уровень потенциальной доходности относительно остальных отраслей (эмитентов);
 - появление возможности доведения доли отрасли (эмитента) до значений разрешенного лимита
-  Доля отрасли (эмитента) была уменьшена путем продажи акций отрасли (эмитента) или вследствие покупки акций других отраслей (эмитентов)
Возможные причины продажи:
 - более низкий уровень потенциальной доходности относительно остальных отраслей (эмитентов);
 - превышение установленных ограничений на долю отрасли (эмитента)
-  Произведена диверсификация в связи с появлением равнодоходных эмитентов

Причины изменения потенциальной доходности отрасли (эмитента)

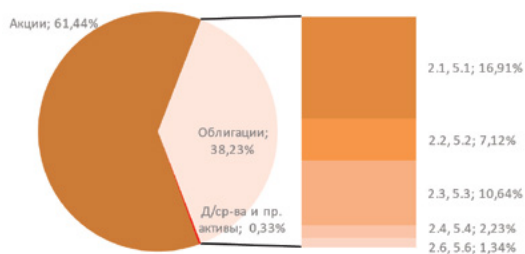
-  В отчетном периоде произошло снижение курсовой стоимости акций
-  В отчетном периоде произошло повышение курсовой стоимости акций
-  В отчетном периоде был понижен прогноз финансовых результатов деятельности эмитента (эмитентов)/повышена требуемая доходность отрасли (эмитента)
-  В отчетном периоде был повышен прогноз финансовых результатов деятельности эмитента (эмитентов)/понижена требуемая доходность отрасли (эмитента)
-  В отчетном периоде была изменена методика расчета потенциальной доходности

Причины отсутствия отрасли (эмитента) в портфеле

-  Отрасль не может быть представлена из-за ограничений в ИД/из-за низкой ликвидности акций эмитентов
-  Отрасль (эмитент) не может быть представлена в портфеле из-за относительно низкой потенциальной доходности

В отчете «Анализ портфеля облигаций» представлены данные об облигациях, входящих в портфель, их группе риска, дате погашения и оценке платежеспособности.

Структура и вес портфеля облигаций в общем портфеле



Эмитент облигаций (№ выпуска)	Дата погашения / выкупа по оферте	Дюрация, дней	Доходность к погашению*, % годовых	Доля в портфеле, %	Кол-во, шт.	Платежеспособность эмитента
Группа 2.1						
ОФЗ вып. 46020	06.02.2036	3 487	6,76	3,47	5 977	■
ОФЗ вып. 26212	19.01.2028	2 252	6,23	2,95	4 949	■
ОФЗ вып. 26207	03.02.2027	1 999	6,17	1,88	2 983	■
Группа 5.1						
Газпром сер. БО-22	29.07.2025	1 634	7,10	2,52	4 205	■
ВЭБ.РФ сер. 18	01.10.2024	1 465	5,56	2,48	4 301	■
Россельхозбанк сер. БО-14	05.10.2022	907	6,77	2,46	4 314	■
Газпромбанк сер. 001P-11P	01.07.2024	1 362	7,14	1,16	1 931	■
Группа 5.2						
ЛенСпецСМУ сер. 001P-01	17.06.2021	299	7,66	2,40	6 265	■
Тинькофф Банк сер. 001P-02R	04.04.2022	746	7,17	2,37	4 051	■
ГК ПИК сер. БО-П02	22.04.2022	419	7,28	2,35	4 789	■
Группа 5.3						
НКНХ сер. 001P-01	16.12.2025	1 727	7,11	3,43	5 504	■
Группа ЛСР сер. 001P-02	20.04.2022	445	7,14	1,81	3 135	■

* По цене последней сделки на дату окончания отчетного периода.

Выводы

- Необходимо объяснять инвестору логику и причины выбора тех или иных активов при формировании инвестиционного портфеля.
- Так как базой для формирования портфеля акций служат прогнозы по финансовым показателям эмитентов, то их необходимо представить в отчете по всем анализируемым акциям.

13.9. Фундаментальные показатели портфеля фонда и индекса МосБиржи

Девятый постулат инвестирования УК Арсагера гласит: «Качество результатов управления познается в сравнении с рынком». Общепринятым бенчмарком для оценки результатов управления портфелем акций является индекс МосБиржи.



видео
материалы

В долгосрочном периоде мы стремимся превосходить результаты портфеля акций, повторяющего структуру индекса МосБиржи. На следующем слайде (регулярно обновляется в рамках видеобзоров по фонду акций на сайте компании) представлены агрегированные фундаментальные показатели портфеля фонда и индекса МосБиржи.

АРСАГЕРА ФОНД АКЦИЙ				
Фундаментальные показатели портфеля фонда и индекса МосБиржи				
20 декабря 2019	P/E 2019	P/BV 2019	ROE 2019	DIV*
Арсагера - фонд акций	4,85	0,60	13,44%	7,61%
Индекс МосБиржи	7,31	1,00	14,72%	6,78%

* - Объем возможных дивидендных поступлений на годовом интервале к стоимости портфеля, %

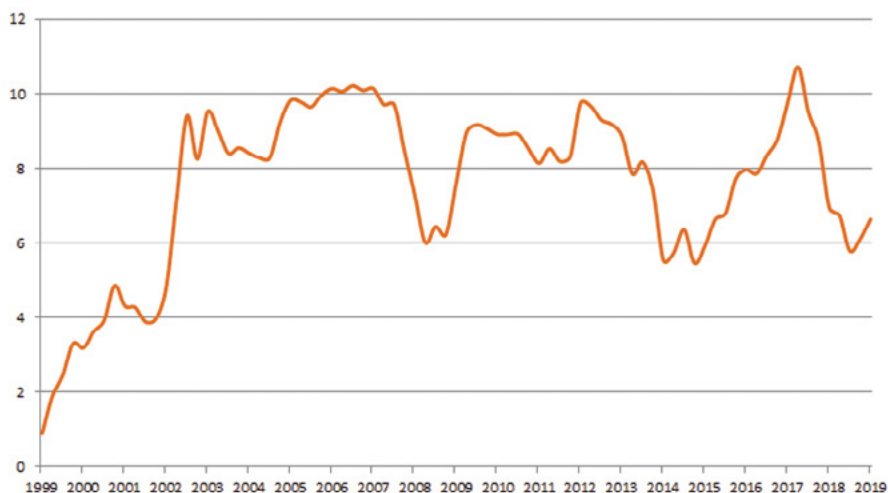
Показатели рассчитываются исходя из текущих цен акций, их доли в портфеле фонда и в индексе МосБиржи, а также прогнозов по прибыли и балансовой стоимости компаний по итогам года.

Приведенные данные могут давать общее представление о перспективности инвестиций в акции. Сравнение данных по портфелю и индексу дает представление о том, за счет каких фундаментальных показателей можно достичь превосходства результатов управления портфелем над результатами индекса.

Коэффициент P/E характеризует количество лет, за которые прибыль компании (E) «окупит» цену акции (P). Чем ниже значение P/E, тем быстрее это происходит. Обратный коэффициент E/P можно рассматривать как годовую процентную ставку, которую ожидает получать инвестор в процентах от вложений (цены приобретения акции) в виде чистой прибыли. Иначе говоря, портфель с более низким P/E «окупается» быстрее и, по нашему мнению, является более инвестиционно привлекательным. Более подробно об этом в нашем материале «Такой понятный и загадочный P/E».

На следующем графике представлены исторические значения P/E российского рынка акций.

Коэффициент P/E российского рынка акций (индекса МосБиржи)



Прогноз изменения показателя P/E для российского рынка и его сравнение с другими странами мы приводим в регулярных обзорах макроэкономики. Например, на начало 2020 г. P/E фондовых рынков развивающихся стран находится на уровне 13, стран с развитой экономикой – на уровне 19,7, при этом P/E индекса S&P500 составляет 24,1.

Ключевыми факторами при прогнозировании значения P/E являются размер будущих прибылей компаний и ожидания уровня процентных ставок в экономике. Подробнее об этом в нашем материале «От чего зависит курсовая стоимость акций?»

Коэффициент P/BV (price-to-book value) состоит из двух показателей: в числителе – капитализация компании, в знаменателе – ее балансовая стоимость, и показывает, сколько стоит один рубль чистых активов компании.

Значение P/BV < 1 говорит о том, что чистые активы компании продаются с дисконтом, и чем ниже значение коэффициента, тем выше дисконт. Значение P/BV < 1 для всего рынка акций (индекса) является аномальным и, по нашему мнению, говорит о серьезной недооценке активов. P/BV > 1 показывает, какую премию должен заплатить инвестор за возможность приобретения чистых активов. Считается, что при одинаковых показателях ROE актив с более низким P/BV является более инвестиционно привлекательным. Более подробно об этом в нашем материале «Коэффициент P/BV (P/B)».

Фундаментальные показатели

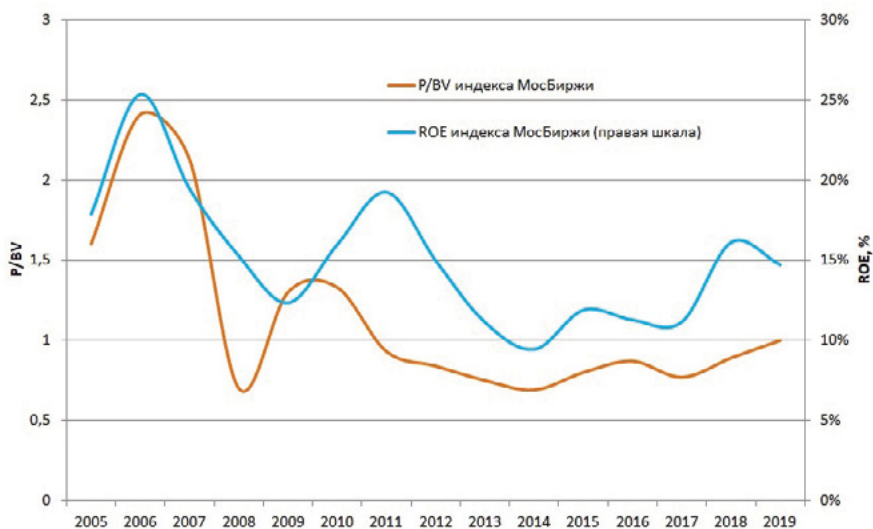
29.11.2019	P/E 2019	P/BV 2019	ROE 2019	DIV**
Арсатера - акции Мира*	14,54	1,22	8,36%	4,00%
Индекс широкого рынка акций США*	22,49	3,56	15,83%	1,86%
Индекс широкого рынка акций развитых стран*	19,68	2,53	12,86%	2,36%

* - прогнозная оценка УК "Арсатера"

** - объем возможных дивидендных поступлений на годовом интервале к стоимости портфеля, %

ROE (Return on Equity) – это показатель рентабельности собственного капитала компании, который демонстрирует отношение чистой прибыли к собственному капиталу компании. То есть ROE в 20% означает, что каждый рубль собственного капитала принес 20 копеек чистой прибыли.

ROE – это ключевой показатель для собственников бизнеса. Он позволяет определить эффективность и целесообразность ведения бизнеса. Чем выше ROE, тем выше эффективность, с которой в компании работают средства акционеров. Более подробно об этом в нашем материале «Показатель ROE – это суть бизнеса».



На приведенном графике представлены исторические значения P/BV и ROE для российского рынка акций.

Размер премии, которую инвесторы будут готовы платить за приобретение чистых активов ($P/BV > 1$), зависит от величины превышения рентабельности капитала (ROE) над уровнем ставок по депозитам и облигациям. Подробнее об этом в нашем материале «Взаимосвязь доходности акций и облигаций».

DIV – это объем прогнозируемых дивидендных поступлений в течение ближайшего года к текущей стоимости портфеля. Данный показатель можно рассматривать как ожидаемую дивидендную доходность портфеля.

Не только дивидендная доходность характеризует инвестиционную привлекательность. Тем не менее, большинство инвесторов очень внимательно относится к дивидендной политике компаний.

Информация о размере фактически полученных дивидендов приводится на титульной странице в квартальной отчетности фонда.

За 4 квартал 2019			За год (29.12.2018 - 31.12.2019)		
55 942 530	7,82%	от среднекварт. СЧА	Финансовый результат, % и руб.	от среднегодовой СЧА	29,27%
7 097 091	0,99%		дивиденды		7,62%
5 884 650	0,82%		доход/убыток от сделок купли-продажи ценных бумаг		8,74%
48 207 163	6,74%		доход/убыток от переоценки ценных бумаг		15,77%
-4 469 123	-0,63%		расходы на вознаграждение УК		-2,50%
-626 451	-0,09%		прочие расходы и доходы фонда		-0,34%
-150 799	-0,02%		разница между начислением и восполнением резервов фонда		-0,02%
					173 476 285
					45 157 503
					51 798 317
					93 440 768
					-14 816 970
					-2 011 703
					-91 629

Также в квартальной отчетности приводится информация об изменении фундаментальных показателей портфеля фонда и индекса МосБиржи.

30.09.2019	Фонд	Индекс МосБиржи	Фундаментальные показатели	Индекс МосБиржи	Фонд	31.12.2019
	4,92	6,11	P/E 2019*	7,49	5,07	
	0,57	0,86	P/BV 2019*	1,02	0,63	
	12,46	15,58	ROE**, %	14,60	13,49	
	7,73%	6,45%	DIV***	6,73%	7,27%	

*рассчитываются исходя из текущих цен акций, а также прогнозов по прибыли и балансовой стоимости компаний по итогам текущего года с учетом выплаты дивидендов в текущем году;

** соотношение прогнозной прибыли текущего года к собственному капиталу на конец предыдущего года;

***объем возможных дивидендных поступлений на годовом интервале к стоимости портфеля, %.

Выводы

- Фундаментальные показатели могут давать представление о перспективности вложений в акции.
- Сравнение данных по портфелю и индексу дает представление о том, за счет каких фундаментальных показателей можно достичь превосходства результатов управления портфелем над результатами индекса.
- Изменение фундаментальных показателей портфеля и индекса можно отслеживать в квартальной отчетности и регулярных видеообзорах по итогам работы фонда.

13.10. Отчет об изменении балансовой стоимости акций в составе активов фонда, приходящейся на один пай

Балансовая стоимость (book value или BV) – фундаментальный показатель, характеризующий размер собственного капитала компании в расчете на одну акцию. Более подробно о нем читайте в материале «Коэффициент P/BV (P/B)». Насколько важным для инвестора является показатель BV и почему нужно следить за его размером, читайте в нашем материале «Стратегическая инвестиционная идеология».

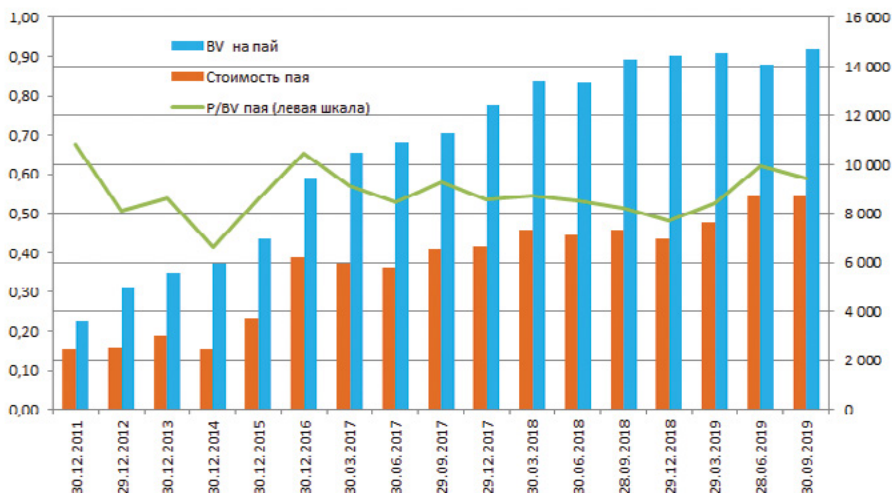
В данном отчете мы приводим информацию об изменении за период балансовой стоимости акций или, иначе говоря, демонстрируем, как в результате действий управляющего и работы самих бизнесов изменился размер ценности компаний, акции которых входят в портфель фонда.

Размер балансовой стоимости акций, приходящейся на пай, и стоимость пая из расчета рыночных котировок можно сравнивать между собой. Также важной характеристикой является изменение данных стоимостей за период.

	28.06.2019	30.09.2019	Изменение, %	Изменение, руб.
Стоимость пая, руб.	8 738,13	8 710,71	-0,31%	-27,42
Балансовая стоимость акций в составе активов фонда, приходящаяся на один пай, руб.	14 051,10	14 755,26	+4,91%	690,80
Чистая прибыль эмитентов за квартал, предшествующий отчетной дате, пропорционально кол-ву акций в составе активов фонда в расчете на один пай, руб.	395,08	393,21	-0,47%	
Количество выданных паев, шт.	68 180	74 125	+8,72%	
СЧА, руб.	595 765 485,58	645 680 573,72	+8,38%	

Со временем можно будет наблюдать степень корреляции между этими значениями и их соотношение между собой.

Размер балансовой стоимости вычисляется в расчете на один пай. Информация о балансовой стоимости берется из официальной отчетности компаний на соответствующие даты. Далее мы умножаем балансовую стоимость, приходящуюся на каждую акцию, входящую в состав активов фонда, на соответствующее количество акций в портфеле на выбранные отчетные даты. Затем суммируем полученные значения с учетом денежных средств, дебиторской и кредиторской задолженности. Полученный результат



делится на количество выданных паев. Таким образом, мы получаем значение балансовой стоимости акций, входящих в портфель фонда, в расчете на один пай.

Оценка балансового капитала акций, входящих в портфель фонда, на 30.09.2019

Состав портфеля	Тикер	Количество акций (КА), шт.	BV на акцию, руб. КА x BV на акцию, руб.	Доля BV на позицию, %	Доля позиции, %	
Газпром	GAZP	270 770	609,45	165 019 673,48	15,09	9,48
Российские сети	RSTI	26 538 000	5,89	156 240 824,09	14,29	4,39
ФСК ЕЭС	FEES	177 860 000	0,70	124 528 828,87	11,39	5,03
ЧМК	CHMK	4 772	17 033,33	81 283 032,21	7,43	2,01
ЛУКОЙЛ	LKOH	11 488	6 343,87	72 878 410,42	6,66	9,59
Башнефть, ап	BANE	19 658	2 892,72	56 865 015,28	5,20	5,05
МРСК Центра	MRKC	48 858 000	1,08	52 760 235,86	4,82	2,05
Банк Санкт-Петербург	BSPB	325 220	158,30	51 480 904,66	4,71	2,57
Сбербанк России	SBER	270 160	188,28	50 864 880,73	4,65	9,48
ОГК-2	OGKB	35 990 000	1,30	46 775 603,26	4,28	2,96
Газпром нефть	SIBN	85 230	437,02	37 247 074,94	3,41	5,37
МРСК Центра и Приволжья	MRKP	64 520 000	0,49	31 735 554,72	2,90	2,47
МРСК Волги	MRKV	142 330 000	0,20	29 043 573,29	2,66	2,03
Нижнекамнефтехим, ап	NKNC	271 900	76,61	20 829 457,93	1,90	3,00
Группа ЛСР	LSRG	26 452	759,15	20 080 935,87	1,84	2,36
МОСГОТРЕСТ	mstt	187 520	97,05	18 198 142,06	1,68	2,53
АЛРОСА	ALRS	481 330	32,44	15 614 378,85	1,43	5,51
Энел Россия	ogke	14 392 000	1,07	15 430 281,96	1,41	2,03
НЛМК	NLMK	206 250	62,71	12 934 961,17	1,18	4,50
НОВАТЭК	NVTK	24 348	330,07	12 906 046,73	1,18	4,39
ПРОТЕК	PRTK	146 430	76,27	11 168 917,30	1,02	2,07
Акрон	AKRN	3 878	1 581,36	6 132 528,79	0,56	3,00
АФК Система	AFKS	1 514 300	3,41	5 166 666,06	0,47	2,39
Аэрофлот	AFLT	187 782	0,00	0,00	0,00	3,00
Денежные средства				777 290,90		
Дебиторская задолженность				6 251,69		
Кредиторская задолженность				2 237 510,47		
BV+ДС+ДЗ-КЗ				1 093 731 960,66	100,00	100,00
Количество выданных паев, шт.				74 123		
Балансовая стоимость акций в составе активов фонда, приходящаяся на один пай, руб.				14 755,26		

Также мы приводим информацию о размере чистой прибыли, полученной в отчетном периоде эмитентами, акции которых входят в состав фонда. Данные о размере чистой прибыли приводятся из официальной отчетности компаний. Для вычисления этого показателя мы используем разность значений EPS (earnings per share – прибыль на акцию) на конец и начало отчетного периода. Полученные значения приводятся в пересчете на один пай. Данная информация помогает понять, какой вклад в изменение балансовой стоимости,

приходящейся на пай, внесла прибыль, заработанная компаниями в отчетном периоде.



В приведенном ранее отчете представлена информация о количестве акций, входящих в портфель фонда на выбранную отчетную дату, и размере балансовой стоимости, приходящейся на каждую акцию по данным отчетности компаний. Произведение данных показателей по каждому эмитенту дает информацию о том, какой вклад вносит каждая позиция в общий размер балансовой стоимости акций, включенных в портфель фонда. В последнем столбце приведена информация о доле актива в портфеле.

При отрицательном значении размера балансовой стоимости по какой-либо акции в целях расчета агрегированного показателя значение BV такой компании принимается равным нулю.

Прибыль, полученная за 3 квартал 2019 года компаниями, акции которых входят в портфель фонда по состоянию на 30.09.2019, в расчете на один пай

Состав портфеля 30.09.2019	Тикер	EPS на		Δ EPS	Количество акций (КА)	Δ EPS x КА	Доля позиции, %
		28.09.2019	30.09.2019				
ЛУКОЙЛ	LKOH	490,42	797,00	307,38	11 488	3 531 203	9,59
НОВАТЭК	NVTK	149,55	272,23	122,68	24 348	2 987 055	4,99
Российские сети	RSTI	0,24	0,35	0,11	26 538 000	2 978 975	4,99
ФСК ЕЭС	FEES	0,04	0,06	0,02	177 860 000	2 793 996	5,03
Вашинетфь, ап	BANE	256,10	394,17	138,07	19 458	2 714 176	5,05
Газпром	GAZP	35,33	44,28	8,95	270 770	2 422 383	5,48
Газпром нефть	SIBN	45,35	67,49	22,13	85 230	1 886 302	5,57
Сбербанк России	SBER	21,12	28,03	6,90	270 160	1 864 703	5,48
Банк Санкт-Петербург	BSBP	7,00	11,10	4,09	325 220	1 330 463	2,57
Нижнекамскнефтехим, ап	NKNCSP	7,90	11,17	3,26	271 900	887 602	3,80
ОПН-2	OGKB	0,09	0,12	0,02	35 990 000	880 982	2,85
АЛРОСА	ALRS	5,04	6,86	1,82	481 330	875 940	3,59
Энерг. Россия	enrg	-0,96	0,00	0,96	14 392 000	866 672	3,03
ЧМК	CHMK	1 080,57	1 260,28	179,70	4 772	857 542	3,01
НЛМК	NLMK	8,68	12,34	3,66	206 250	755 791	4,50
МРСК Волги	MRKV	0,0096	0,0127	0,0041	142 330 000	578 483	2,05
МРСК Центра	MRKC	0,03	0,05	0,01	48 858 000	549 746	2,05
Акрон	AKRN	415,13	554,15	139,02	3 878	539 116	2,47
МРСК Центра и Приволжья	MRKP	0,05	0,05	0,00	64 520 000	247 044	2,47
МОСТОНРЕСТ	mttt	8,84	8,84	0,00	187 520	0	2,53
ПРОТЕК	PRTK	3,53	3,53	0,00	146 430	0	2,07
Группа ЛСР	LSRG	18,33	18,33	0,00	26 452	0	2,99
Аэрофлот	AFLT	0,00	0,00	0,00	187 782	0	2,80
АФК Система	AFKS	2,40	2,17	-0,23	1 514 300	-355 586	2,89
Итого						29 146 587,99	
Количество выданных паев, шт.						74 125	
Чистая прибыль эмитентов за квартал пропорционально кол-ву акций в составе активов фонда в расчете на один пай, руб.						393,21	

В приведенном выше отчете представлена информация о размере чистой прибыли/убытке, приходящейся на одну акцию (EPS), по каждой позиции в составе портфеля на начало и конец периода. Разница между этими показателями характеризует динамику финансового результата по каждой компании в данном отчетном периоде. Умножение полученного значения на количество акций характеризует размер прибыли/убытка, соответствующий данной позиции в портфеле. В последнем столбце приведена информация о доле данной позиции в портфеле.

**Изменение балансового капитала в расчете на один пай по каждой позиции
за 3 квартал 2019 года**

Состав портфеля	Тикер	28.06.2019		30.09.2019		ΔBV на пай
		КА x BV на акцию, руб.	В расчете на один пай	КА x BV на акцию, руб.	В расчете на один пай	
Российские сети	RSTI	123 454 455,77	1 810,71	156 240 824,09	2 107,81	297,09
НЛМК	NLMK	0,00	0,00	12 934 961,17	174,50	174,50
НОВАТЭК	NVTK	0,00	0,00	12 906 046,73	174,11	174,11
Банк Санкт-Петербург	SBSP	35 993 613,88	527,92	51 480 904,66	694,52	166,60
МРСК	MRKC	43 115 956,26	632,38	52 760 235,86	711,77	79,39
Сбербанк России	SBER	43 414 777,42	636,77	50 864 880,73	686,21	49,44
ЧМК	CHMK	72 049 105,76	1 056,75	81 283 032,21	1 096,57	39,82
ЛУКОЙЛ	LKOH	64 748 915,94	949,68	72 878 410,42	983,18	33,51
ОГН-2	OGKB	40 878 520,14	599,57	46 775 603,26	631,04	31,47
ЕСК ЭЭС	FEES	113 057 697,96	1 658,22	124 528 828,87	1 679,99	21,76
МРСК Волги	MRKV	25 522 610,65	374,49	29 043 573,29	391,82	17,33
Башнефть, ап	BANE	51 175 607,47	750,60	56 865 015,38	767,15	16,56
АЛРОСА	ALRS	14 052 501,20	206,11	15 614 378,85	210,65	4,54
Мечел, ап	MTLR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Аэрофлот	AFLT	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Акрон	AKRN	5 920 506,02	86,84	6 132 528,79	82,73	-4,10
Группа ЛСР	LSRG	19 001 429,94	278,70	20 080 935,87	270,91	-7,79
Нижнекамнефтехим, ап	NKNC	19 990 970,56	293,21	20 829 457,93	281,00	-12,20
Энел Россия	ogke	15 386 881,34	225,68	15 430 281,96	208,17	-17,51
ПРОТЕК	PRTK	11 517 493,08	168,93	11 168 917,30	150,68	-18,25
МРСК Центра и Приволжья	MRKP	30 575 950,15	448,46	31 793 554,72	428,14	-20,32
АФК Система	AFKS	6 494 219,43	95,25	5 166 666,06	69,70	-25,55
МОСГОТРЕСТ	msst	18 649 407,85	273,53	18 198 142,06	245,51	-28,03
Газпром нефть	SIBN	36 593 258,58	536,72	37 247 074,94	502,49	-34,22
Газпром	GAZP	157 308 510,58	2 307,25	165 019 673,49	2 226,24	-81,02
Денежные средства		1 942 997,58	28,50	777 290,90	10,49	-18,01
Дебиторская задолженность		10 436 510,19	153,07	6 251,69	0,08	-152,99
Кредиторская задолженность		2 377 711,27	34,87	2 237 510,47	30,19	-4,69
BV+ДС+ДЗ+КЗ		958 914 186,46	14 064,45	1 093 731 960,66	14 755,26	690,80

В приведенном выше отчете представлена информация о том, как изменилась балансовая стоимость в расчете на один пай по каждой позиции в портфеле с учетом сделок по приобретению/продаже акций.

Информация о балансовой стоимости берется из официальной отчетности компаний на соответствующие даты, поэтому отчет выходит только после ее публикации, что обычно происходит в течение нескольких месяцев после окончания отчетного квартала.

■ В рамках курса «Университет» следующим читайте материал 14.8. Стратегическая инвестиционная идеология

Глава 14. Управление капиталом в УК Арсагера

14.1. Что означает слово «Арсагера»?

Такой вопрос практически на каждой встрече нам задают люди, впервые услышавшие о компании. Поэтому мы решили рассказать, как возникло название и какой смысл оно несет.

Слово «Арсагера» происходит от латинских слов «Арс» [Ars] – наука, искусство, и «Агере» [Agege] – управлять, созидать. Соединив их и заменив для благозвучия последнюю букву на «а», мы получили название компании «Арсагера» – наука управлять, искусство создавать.

Также нам задают еще один вопрос: «А какой смысл заложен в логотипе?».

В логотипе компании мы хотели обыграть три буквы «А», которые есть в названии. В первоначальном написании у букв «А» была «подошва», и именно в таком виде они и легли в основу логотипа.

УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ  АРСАГЕРА НАУКА УПРАВЛЯТЬ



Фактически логотип получен соединением трех букв «А» по их ребрам, только без продольной линии у каждой буквы «А». Человек с хорошим пространственным воображением сможет представить логотип в объемном виде.

Также можно заметить, что в логотипе есть контуры трех стрелок: в направлении от центра и к центру.



Триединство стрелок наружу символизирует, что любая компания работает на трех основных рынках: рынок труда, рынок собственного продукта и рынок финансов. А внутренние стрелки символизируют единство клиентов, акционеров и сотрудников.

Спустя несколько лет работы компании, мы нарисовали схему экономической жизни общества, которая удивительным образом легла на схему нашего логотипа.

В центре находится бизнес, вокруг которого и ведется экономическая жизнь общества – заработок, потребление, сбережение.

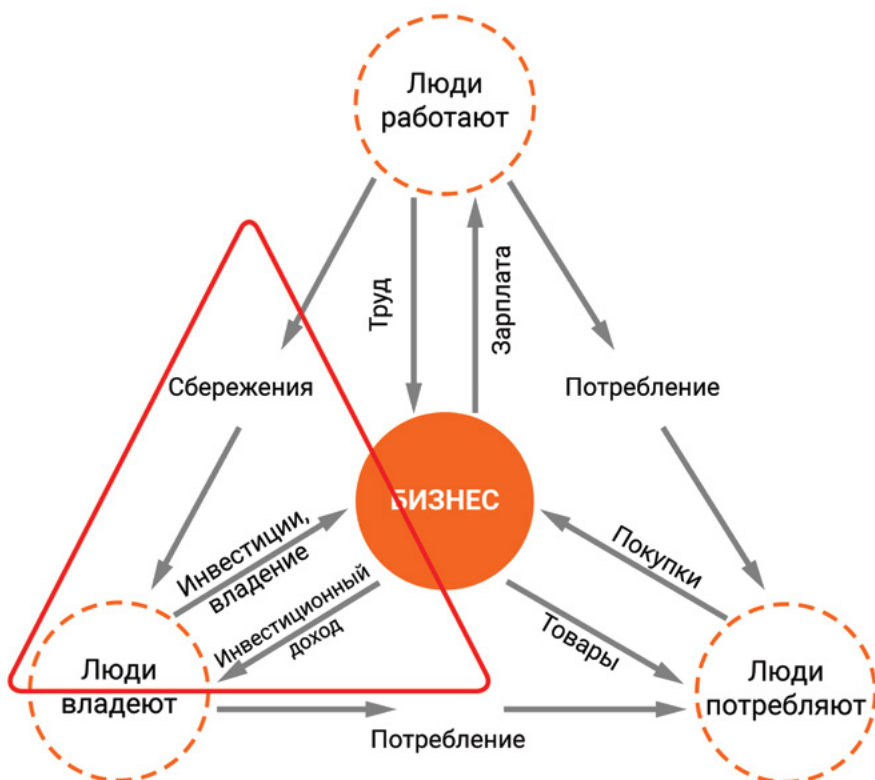
- Окончание курса «Факультатив».

14.2. Место и роль компаний, управляющих капиталом, в экономике

В материале «Зачем нам фондовый рынок» мы рассказали о трех основных функциях фондового рынка:

- владение бизнесом с помощью акций;
- привлечение средств на развитие;
- конкуренция и естественный отбор лучших компаний.

Взаимодействие людей и бизнеса в экономике представлено на схеме ниже. Тут же выделена та часть взаимодействия, где присутствуют компании, управляющие капиталом.



К компаниям, управляющим капиталом (УК), мы будем относить организации, предоставляющие услуги по осуществлению сбережений и инвестиций в бизнес для физических лиц. Сюда можно отнести компании, управляющие ПИФами и индивидуальными портфелями, а также негосударственные пенсионные фонды (НПФ). Следует уточнить, что НПФы непосредственно управлением активами не занимаются. К их функциям относятся:

- операционный сервис по привлечению денег от людей;
- выбор управляющих, непосредственно осуществляющих операции с активами;
- операционный сервис по выплате доходов по аннуитетной схеме при достижении пенсионного возраста.

Основные варианты инвестиций в бизнес:

- приобретение акций (совладение бизнесом);
- приобретение облигаций (прямое кредитование бизнеса).

Основные варианты получения инвестиционного дохода:

- проценты по облигациям и номинал (при погашении);
- рост курсовой стоимости ценных бумаг;
- дивиденды по акциям.

Мы не рассматриваем здесь все варианты сбережений, оставляя за схемой те, что не связаны напрямую с вложением в бизнес: приобретение государственных облигаций, золота, а также банковские депозиты (депозиты можно рассматривать как способ вложения в бизнес в части, пропорциональной кредитованию компаний). Тем более что роль УК при осуществлении таких сбережений обычно сведена к минимуму.

Основные функции УК при взаимодействии с людьми

1. Организационно-операционные.

Предоставление максимально удобных сервисов для осуществления инвестиций и получения дохода от них (широкая дистрибьюторская сеть, дистанционное оформление документов, четкость и скорость обслуживания, надежность инфраструктуры и т.д.).

2. Выбор активов и управление капиталом, направленное на повышение благосостояния клиентов.

В развитых странах очень большой объем услуг УК (и, соответственно, вложений людей) приходится на индексные ПИФы, которые обеспечивают среднерыночный результат. Если же УК предлагает управление, отличное от индексного, то основной критерий оценки такой услуги – сравнение результата с индексом. Стоит выбирать только те УК, которые способны обеспечивать результат, стабильно превышающий среднерыночный в долгосрочной перспективе.

3. Информационные.

В первую очередь это полезная информация об инвестициях и правилах управления личным капиталом. В развитых странах данную функцию выполняет государство посредством системы образования. На текущий момент в России государственные органы делают крайне мало в данном

направлении, поэтому основное бремя по повышению финансовой грамотности ложится на УК.

Однако существует проблема понимания финансовой грамотности даже среди УК. Очень часто в качестве финансовой грамотности выдается умение играть на колебаниях финансовых рынков, включая операции на срочном рынке или рынке Форекс, знание технического анализа и мани-менеджмента, использование «шортов», «плечей» и пр. Мы считаем, что основными задачами в части повышения финансовой грамотности являются:

- объяснение значения инвестиций в жизни отдельного человека и общества в целом;
- объяснение разницы между производительными (акции, облигации) и непроизводительными (игровыми) активами – срочный рынок и Форекс;
- объяснение взаимосвязи экономики и фондового рынка;
- объяснение основных правил управления личным капиталом (в зависимости от возраста, стабильности доходов и структуры активов), в том числе самостоятельного управления (например, преимущества индексного инвестирования и диверсификации для частного инвестора);
- предупреждение об опасностях, ошибках и подводных камнях, таких как финансовые пирамиды, игра на рынке Форекс и на колебаниях котировок, использование «шортов», «плечей», «стоп-лоссов» и т.д.

Когда система образования в государстве справляется с этой функцией, информационные функции УК сводятся к следующим двум:

- информация о своих подходах и конкурентных преимуществах;
- обязательная и необязательная (расширенная) отчетность об управлении активами.

Основные функции УК при взаимодействии с бизнесом

В развитых странах публичным компаниям и их советам директоров известно, что основная задача любого бизнеса – это создание стоимости для ВСЕХ акционеров. При этом права и интересы миноритарных акционеров регулирующие органы защищают особенно щепетильно, понимая, что это залог доверия к системе в целом. В противном случае национальный фондовый рынок может просто исчезнуть.

В России многие публичные компании, их крупные акционеры, советы директоров и даже регулирующие органы и суды зачастую этого не понимают.

Основными требованиями к публичной компании при выстраивании отношений с инвесторами (IR) являются:

- максимально добросовестное поведение по отношению ко ВСЕМ акционерам;
- соблюдение высоких стандартов корпоративного управления;
- грамотное управление акционерным капиталом.

Задача УК как профессиональных инвесторов – оказывать влияние на публичные компании для соблюдения этих требований. Для этого УК могут:

- добиваться полноты и качества обязательной отчетности и раскрытия информации (в том числе с помощью регулирующих органов и судов);
- предлагать компаниям дополнительные формы раскрытия информации и информирования о своей деятельности;
- давать оценку качеству корпоративного управления, а также предлагать пути его повышения;
- давать оценку экономической обоснованности проведения корпоративных действий и их параметров, например таких как выплата дивидендов, проведение бай-бэков, дополнительных эмиссий, слияний, поглощений, выделений и пр., а также предлагать пути повышения эффективности таких действий;
- стимулировать вывод на биржу ценных бумаг эмитентов;
- осуществлять защиту прав миноритарных акционеров, в том числе и в суде.

УК могут предоставить публичным компаниям информацию о том, как можно улучшить качество взаимоотношений с инвесторами (для этого даже не обязательно быть владельцем их ценных бумаг). Приобретая ценные бумаги, УК уже могут требовать (в том числе через суд или с помощью регулирующих органов) соблюдения минимальных стандартов, установленных законодательством.

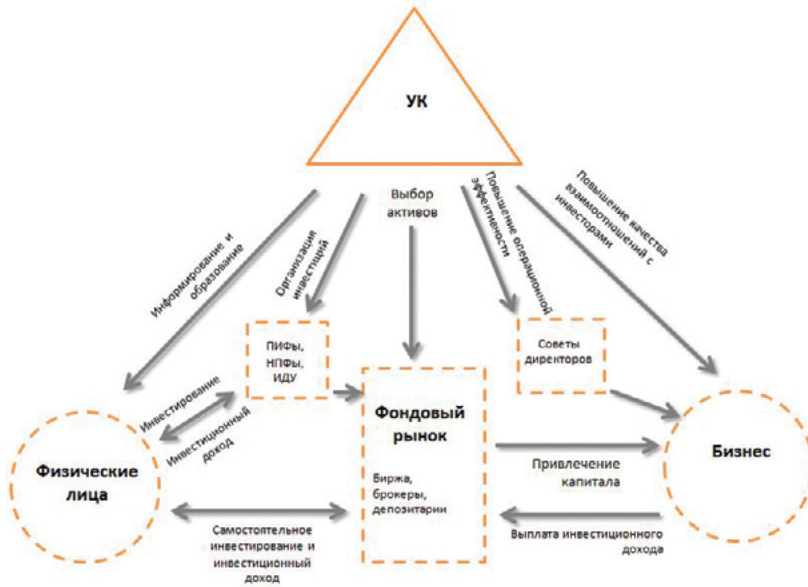
Если доля инвестиций УК в бизнес публичных компаний становится достаточно существенной (как в развитых странах), то появляется возможность участия в органах управления (в советах директоров). В этом случае у УК появляется управленческий рычаг и возможность непосредственно инициировать вышеперечисленные действия, направленные на повышение качества взаимоотношений с инвесторами.

В пределе УК может даже влиять на операционную эффективность и назначение исполнительного менеджмента публичных компаний. Действия, направленные на повышение качества взаимоотношений с инвесторами, ведут к росту инвестиционной привлекательности публичных компаний и, как следствие, к развитию экономики и повышению уровня жизни в стране.

Выводы

- Основные функции УК в части взаимодействия с людьми: предоставление качественного операционного сервиса, управление капиталом, обеспечивающее рост благосостояния, предоставление информации о своей деятельности и повышение финансовой грамотности.
- Основная функция УК как профессионального инвестора и эффективного собственника при взаимодействии с бизнесом – оказание максимально

возможного влияния на публичные компании для повышения качества их взаимоотношений с инвесторами.



♦ В рамках курса «Аспирантура» следующим читайте материал 14.4. Ротация аналитиков – фирменный элемент системы управления капиталом УК Арсагера.



Видеоматериалы по теме на канале «Арсагера» в YouTube: плейлист «Лекториум».

14.3. «А что это вы тут делаете? А?»

Однажды один из наших клиентов, изучив аналитический отчет, посетовал:

– А чем вы тут вообще занимаетесь? Почему в течение квартала было так мало операций, где же активные спекулянты? Я ведь могу и самостоятельно составить такой портфель на основе информации с вашего сайта...

Когда клиенту перечислили все функции, которые необходимо выполнять, чтобы составить портфель и управлять им, он отказался от самостоятельных «опытов».

Мы решили опубликовать ответ на вопрос нашего клиента, чтобы вы сами могли сделать вывод о том, как работает управляющая компания.

Как мы уже описывали в своих статьях, управление капиталом в компании основано, прежде всего, на работе с потенциальной доходностью акций и облигаций.

Для того чтобы на практике эффективно применять данные методики, аналитическое подразделение и подразделение мониторинга и риск-менеджмента компании регулярно выполняют ряд функций, о которых и пойдет речь.

Анализ отчетностей по РСБУ, МСФО, результатов операционной деятельности компаний и годовых отчетов

После того, как по эмитенту составлена модель, позволяющая прогнозировать уровень его потенциальной доходности, ее необходимо поддерживать в «рабочем» состоянии, то есть постоянно мониторить данные, которые могут повлиять на прогнозную стоимость акций эмитента и, возможно, корректировать экономические модели.

Для этого аналитическое подразделение компании ежеквартально анализирует свежие данные из финансовых отчетов эмитентов. При этом чем больше информации будет указано в отчетности, тем точнее будет прогноз, поэтому аналитики компании всегда рады эмитентам, которые отчитываются по международным стандартам. Отчетность по МСФО строится на основе здравого смысла, содержит много полезной информации, а также является консолидированной, то есть отражает деятельность всего бизнеса.

Также специалисты аналитического подразделения ежеквартально актуализируют в моделях данные операционной деятельности (объемы производства, себестоимость произведенной продукции в разрезе конкретных трат и т.д.) тех эмитентов, которые публикуют данную информацию в открытом доступе.

Крайне полезным источником информации о деятельности эмитента является годовой отчет, в котором зачастую содержится информация, которая не отражена в отчетности по РСБУ.

О влиянии отчетности эмитента на прогнозы вы можете регулярно узнавать из наших видеоматериалов.

Мониторинг новостного фона с точки зрения влияния новостей на прогнозы

Аналитики ежедневно производят мониторинг новостей и обзоров, которые непосредственно связаны с анализируемыми компаниями.

Аналитические модели, которые базируются на прогнозах финансовых показателей (чистой прибыли, выручки, балансовой стоимости) и ставке дисконтирования, позволяют «фильтровать» новости и оценивать их влияние на модели.

К примеру, новость об аварии на производстве той или иной компании, естественно, ведет к ухудшению показателей деятельности, но необходимо подойти к оценке влияния этого события без лишних эмоций. Наши аналитики оценивают последствия, ориентируясь исключительно на цифры – важно рассчитать, как простой и затраты на восстановление повлияют на выручку, прибыль и собственный капитал.

Пересчет базовых ставок по эмитентам, премий за страновой риск, премий за неликвидность акций, премий за отраслевой риск и премий за риск некачественного корпоративного управления

Помимо изменения в прогнозах финансовых показателей на потенциальную доходность ценных бумаг эмитента может повлиять изменение ставки дисконтирования. Согласно действующей в УК Арсагера модели, ставка дисконтирования зависит от:

- базовой ставки по эмитенту. Это ставка прогнозируемой доходности по корпоративным облигациям данного эмитента (учитывает в себе премию за кредитный риск), пересматривается ежеквартально;
- премии за страновой риск для владельцев долевых инструментов (учитывает риск вложения средств в долевые инструменты, характерный для российского рынка акций по сравнению с облигационным рынком), пересматривается ежеквартально;
- премии за отраслевые риски (учитывает волатильность денежных потоков, обусловленную отраслевой спецификой), пересматривается ежегодно;
- премии, связанной с риском некачественного корпоративного управления (КУ), пересматривается ежегодно;
- премии за риск неликвидности акций эмитента, пересматривается ежеквартально.

В первую очередь пересмотр ставки дисконтирования влияет на потенциальную доходность ценных бумаг эмитента, кроме того, он служит базой для пересчета дисконтов привилегированных акций.

Подготовка рейтинга корпоративного управления

Для того чтобы корректно рассчитать премию, связанную с риском некачественного корпоративного управления, аналитики ежегодно проводят исследование КУ.

Мы уже писали о том, что ни одна компания (рейтинговое агентство) не проводит масштабных и всесторонних исследований уровня корпоративного управления в России. Поэтому для эффективного выполнения нашей работы по управлению капиталом мы были вынуждены разработать собственную методику исследования КУ.

Данная работа проводится после завершения всех годовых собраний акционеров, обычно в начале августа. Исследование охватывает более 200 эмитентов.

Ранжирование акций и облигаций

Аналитическое подразделение компании Арсагера в общем порядке проводит анализ не всех выпусков ценных бумаг, обращающихся на рынке, а в большинстве своем тех, которые относятся к «рыночным» группам (6.1-6.4, 2.1-2.5 и 5.1-5.5, согласно Arsagera Asset Certification).

Для того чтобы определить это «поле деятельности», подразделение мониторинга и риск-менеджмента ежеквартально проводит ранжирование акций и облигаций, разделяя их на однородные по мере риска группы.

В рамках ранжирования по акциям оцениваются масштабы деятельности бизнеса и ликвидность. В рамках ранжирования по облигациям проводится оценка кредитного качества эмитента (поручителя), рисков корпоративного управления и ликвидности облигационных выпусков. По состоянию на начало 2020 г. изучается около 900 выпусков акций и 1 300 выпусков облигаций, из которых в «рыночные» группы попадает примерно 150 акций и 500 облигаций.

Мониторинг цен на сырье, пересмотр прогнозов по ценам на сырье и макропоказателям

Специалистами аналитического подразделения был разработан единый подход к прогнозированию вектора цен на любые биржевые товары. В модели, помимо соотношения спроса и предложения на тот или иной товар, учитываются инфляционная база и денежная масса, которые в последние несколько лет оказывают значительное влияние на цену биржевых товаров.

При помощи данной модели специалисты компании прогнозируют средние цены в течение года на тот или иной товар. Чтобы соотносить фактические цены с прогнозными, сотрудники проводят ежемесячный мониторинг цен на

сырье, а на ежеквартальной основе пересматривают прогноз с учетом влияния внешних факторов.

Для чего необходимы прогнозы цен на товары?

Они выступают в качестве входных параметров в моделях по эмитентам, которые непосредственно связаны с производством или потреблением того или иного товара.

С их помощью прогнозируются российские макропоказатели (ВВП, инфляция, реальные доходы населения), которые также оказывают влияние на уровень потенциальной доходности акций.

Расчет вектора процентных ставок

Для того чтобы на практике осуществлять инвестирование в облигации, необходимо иметь актуальные данные по вектору процентных ставок в экономике. Специалисты аналитического подразделения еженедельно рассчитывают вектор процентных ставок в соответствии с методиками, которые приняты в УК Арсагера.

Построение хит-парадов по акциям и облигациям

Финальным этапом всех перечисленных функций является построение хит-парадов. Хит-парад составляется ежедневно и содержит информацию о потенциальной доходности всех анализируемых ценных бумаг, разделенных на группы в соответствии с ранжированием.

Если ценные бумаги переходят из одной группы в другую, а также в случае появления новых ценных бумаг в «рыночных» группах, происходит изменение хит-парада, а также составление моделей по новым эмитентам и проведение исследования качества КУ.

Исходя из хит-парада управляющие трейдеры совершают операции по формированию портфеля, а в последующем следят за тем, чтобы портфель четко соответствовал хит-параду и выполнялись требования инвестиционной декларации (балансировка портфеля). Это ежедневный кропотливый труд, требующий предельной внимательности, концентрации и аккуратности.

Блогофорум – контроль и ответственность

По каждому эмитенту регулярно готовится и публикуется (bf.arsagera.ru) сводная информация о результатах деятельности и прогнозных показателях, включая данные о потенциальной доходности акций. На этой интерактивной платформе любые заинтересованные лица могут напрямую задавать нашим аналитикам вопросы и обсуждать ситуации, касающиеся отдельных эмитентов, отраслей, товарных рынков и макроэкономики, а также критиковать и подвергать сомнению наши оценки.

Мониторинг соблюдения инвестиционных деклараций и регламента управляющего трейдера

Все операции по покупке/продаже активов осуществляются в рамках инвестиционных деклараций и регламентов, за соблюдением которых ежедневно следит подразделение мониторинга и риск-менеджмента.

Оценка результатов управления

Для корректной оценки результатов управления силами подразделения мониторинга и риск-менеджмента осуществляется расчет бенчмарков (индивидуальных рыночных индексов). Также данным подразделением осуществляется проверка точности прогнозов экономических показателей деятельности эмитентов. Сравнивая фактическую доходность по портфелю с бенчмарком, можно оценить эффективность управления капиталом. На основании полученных оценок проводится анализ ошибок, что неоднократно приводило к модернизации системы управления капиталом, совершенствованию методик и началу новых исследований.

Предоставление данных для обновления информации на сайте и подготовки аналитической отчетности по результатам управления

Результаты работы аналитиков и риск-менеджеров выражаются прежде всего в качестве управления капиталом, однако часть информации, представленной на нашем сайте, также является заслугой данных подразделений.

Мы следуем принципу максимальной открытости в работе, а потому регулярно публикуем на сайте плоды наших трудов, а также ежеквартально предоставляем в открытом доступе аналитическую отчетность по результатам управления.

К примеру, в разделе «Практическое применение методик» вы можете ознакомиться с результатами ранжирования и исследованием качества корпоративного управления, в разделе «Аналитика» содержатся аналитические обзоры по фондовому рынку, рынку недвижимости и макроэкономике. Также мы ежеквартально публикуем отраслевые хит-парады и аналитику по наиболее интересным, на наш взгляд, эмитентам на российском фондовом рынке.

На этом мы завершаем весьма поверхностное описание функций, которые выполняют сотрудники компании. Каждая из них, по нашему мнению, является необходимой для обеспечения эффективного управления капиталом. Мы очень заинтересованы в том, чтобы клиент знал, как мы управляем его активами, и понимал, за что он платит нам вознаграждение.

Если при управлении своим капиталом вы готовы самостоятельно выполнять все эти функции и делать это с той же эффективностью, тогда вы вполне можете обойтись без нашей помощи и даже организовать свою управляющую компанию.

Характеристики системы	Подход к управлению капиталом, базирующийся на объединении функций в рамках конкретного управляющего портфелем	Система управления капиталом, основанная на специализации и разделении функций
Наличие обратных связей, развивающих систему	Обратные связи практически отсутствуют. Выявить причину низкой эффективности и влиять на развитие конкретного человека практически невозможно. Единственный способ влияния: применение административных мер, но ситуация при этом качественно не меняется	Существует два контура обратных связей: «длинный» и «короткий», обеспечивающие быстрое реагирование и долгосрочное развитие системы. Позволяет выявлять причины ошибок и усиливать слабые участки
Принципы взаимодействия с клиентами	Клиент не имеет возможности узнать, как осуществляется принятие инвестиционных решений, ему предлагается поверить (иррационально) в честность и эффективность управляющего. Клиент принимает на себя риски конкретного человека. Управляющий может с легкостью обосновать любые результаты управления, при этом оценить реальное качество его работы крайне затруднительно	Клиент может познакомиться с системой и принципами принятия инвестиционных решений. Он рационально на основе понимания принимает решение о сотрудничестве. Клиент принимает на себя риски системы управления капиталом, основанной на научном подходе, разделении труда и специализации
Зависимость от человеческого фактора	Работа компании полностью зависит от конкретного управляющего. Выстраивать на этом принципе долгосрочный бизнес с клиентами практически невозможно. Если управляющий заболел или ушел к конкуренту, клиент беззащитен в этой ситуации	Зависимость от человеческого фактора резко снижается. Хотя уход конкретного специалиста может отразиться на качестве работы системы, это не является критичным для системы и бизнеса. Высокая степень формализации процедур позволяет со временем компенсировать потерю ресурса и обеспечивает долгосрочную выживаемость системы
Стабильность деятельности	Результаты и эффективность управления нестабильны, так как основаны на эмоционально-интуитивном подходе	Стабильность результатов обеспечивается дисциплиной и формализацией процесса принятия инвестиционных решений
Эффективность контроля	Ни клиент, ни менеджмент компании не способны эффективно контролировать и оценивать эффективность «управляющего». Могут иметь место злоупотребления	Эффективность контроля со стороны менеджмента, клиентов и акционеров обеспечивается четкой и прозрачной системой количественных показателей

Характеристики системы	Подход к управлению капиталом, базирующийся на объединении функций в рамках конкретного управляющего портфелем	Система управления капиталом, основанная на специализации и разделении функций
Производительность труда и масштабируемость	Производительность труда ограничена. Управляющий не может в одиночку качественно проанализировать все инвестиционные возможности рынка ценных бумаг. Кроме того, ограничены возможности по управлению большим количеством портфелей. Как правило, предел производительности такого управляющего – 6-8 портфелей	Разделение труда и специализация позволяет резко повысить производительность. Развитие системы находится в плоскости повышения качества методик анализа и повышении точности прогнозов. Работа управляющих трейдеров формализована и при необходимости их количество может быть увеличено при сохранении единого качества управления
Обеспечение равных условий для клиентов	При одинаковых инвестиционных декларациях два разных управляющих могут показать совершенно разные результаты управления	Равные условия обеспечиваются единым «хит-парадом». Все портфели управляются по единой методике. Механизм паевого фонда обеспечивает равенство результата для всех пайщиков и исключает возможность создания преимущества для одного пайщика в ущерб интересам другого
Конфликты интересов и эмоций	Высокая концентрация конфликтов интересов и возможность обосновать любой результат управления. Подверженность эмоциям и влиянию «рыночной толпы». Управляющему порой трудно признавать инвестиционные ошибки даже перед самим собой. Все это приводит к снижению качества управления и результату хуже, чем у рыночного индекса	Конфликты интересов минимизированы посредством разделения функций и определения количественных характеристик результативности. Формализация принятия решений обеспечивает высокую дисциплину и снимает эмоциональные конфликты
Возможность объединения усилий команды специалистов	Управляющие, как правило, «одиночки», могут долго и безрезультатно спорить друг с другом, оставаясь каждый при своем мнении	Структурирование процесса анализа и подготовки прогнозов обеспечивает эффективное взаимодействие специалистов

■ В рамках курса «Университет» следующим читайте материал 14.5. Зачем вам эта открытость?

14.4. Ротация аналитиков – фирменный элемент системы управления капиталом УК Арсагера

Для начала небольшая предыстория: на очередной презентации одна из крупнейших московских брокерских компаний с гордостью представляла свои аналитические материалы. Нас как VIP-клиента персонально знакомили с ведущими отраслевыми аналитиками. Каждый из них делал небольшой доклад по своим исследованиям, и каждому из них под конец мы задавали один и тот же вопрос: «Как Вы думаете, ваша отрасль в ближайшем году будет вести себя лучше, хуже или по рынку, то есть фактически относительно среднего результата?»

Только один из них ответил «по рынку». НИ ОДИН ИЗ НИХ не сказал, что отрасль, в которой он специализируется, будет вести себя хуже рынка. Учитывая, что фондовый рынок – это совокупность всех отраслей, очевидно, что всегда будут отрасли лучше и хуже рынка. Данный эпизод четко продемонстрировал конфликт интересов, возникающий при отраслевой специализации – каждый лоббирует свою отрасль. Это помогло нам совершенно по-новому организовать работу аналитического подразделения.

Мы приняли очень смелое, нестандартное и даже немислимое, с точки зрения инвестиционного сообщества, решение. Мы полностью отказались от отраслевой специализации наших аналитиков. Вместо этого мы ввели систему ротации отраслей. Отрасль закрепляется за аналитиком на два квартала. Затем он должен передать все материалы по каждому эмитенту из отрасли своему коллеге. Таким образом, все аналитики постепенно имеют возможность поработать со всеми отраслями (и всеми компаниями).

Естественно, самую большую критику это решение вызвало у наших аналитиков. Основным аргументом было то, что специализация позволяет аналитику досконально, до мельчайших деталей изучить компании своей отрасли. Однако мы приняли это решение и ...

Результат превзошел наши ожидания!

Во-первых, резко повысился уровень ответственности аналитиков. Раньше они вели свое индивидуальное хозяйство и держали его в «удобном для себя состоянии хаоса». После запуска механизма ротации им пришлось навести порядок, понимая, что через несколько месяцев их материалами будет пользоваться коллега. Это привело к повышению структурированности, а затем к стандартизации хранения информации и обновления данных по каждой компании.

Во-вторых, появился дополнительный уровень контроля. При передаче отрасли от одного аналитика другому естественно происходит проверка данных. Снилось количество ошибок – никто не хочет выглядеть плохим специалистом в глазах коллег. Кроме того, для минимизации ошибок у каждого аналитика есть дополнительный статус «аналитика № 2» для ряда отраслей. В его функции входит контроль над построением и обновлением моделей основным ответственным аналитиком («аналитиком № 1»). Естественно, что при этом аналитик № 2 выполняет функции аналитика № 1 по своим отраслям.

В-третьих, механизм внутренней конкуренции заработал в нужном направлении. Теперь усилия аналитиков направлены на повышение качества подготовки прогнозов, а не на «лоббирование» своей отрасли.

В-четвертых, заработал новый контур обратной связи, направленный на развитие и модернизацию системы подготовки прогнозов. Каждый аналитик вносит свой вклад и свежий взгляд в развитие системы. Кроме того, это еще и отличный механизм передачи (обмена) опыта и накопления знаний, когда любое улучшение фиксируется и становится интеллектуальным достоянием компании.

В-пятых, появился очень удобный механизм контроля производительности работы аналитиков. Если один аналитик справляется с анализом и ведением 10-15 эмитентов, то это должно получаться и у другого.

В-шестых, упростился процесс подбора новых сотрудников и их интеграция в систему (обучение). Отпала необходимость в поиске отраслевых специалистов. В аналитическом подразделении появились резервные мощности, обеспечивающие стабильность работы и проведение принципиально новых исследований и разработок.

Ну и наконец, резко снизилась зависимость от конкретных аналитиков. Это очень важный фактор для стабильности функционирования аналитического подразделения и процесса управления капиталом в целом. Мы очень ценим своих сотрудников, но компания не должна находиться в критической зависимости от конкретных людей. Наши клиенты должны чувствовать себя спокойно: если тот или иной аналитик покинет компанию, качество работы не пострадает. Просто на какое-то время может вырасти нагрузка на его коллег. С другой стороны, в компании появляются новые талантливые люди, которые приносят свой вклад в развитие.

С 2010 г. функционирует Блогофорум – аналитический портал (bf.arsagera.ru), где по итогам анализа эмитентов регулярно публикуется сводная информация о результатах и прогнозных показателях деятельности компаний, включая данные о потенциальной доходности акций. На этой интерактивной платформе любые заинтересованные лица могут напрямую задавать нашим аналитикам вопросы и обсуждать ситуации, касающиеся отдельных эмитентов, отраслей, товарных рынков и макроэкономики, а также критиковать и подвергать сомнению наши оценки. Данный механизм позволяет обеспечить независимую общественную проверку результатов работы нашей команды и, как следствие, повысить ответственность за качество аналитики. Блогофорум позволяет видеть, какой аналитик в данный момент ведет ту или иную отрасль, а также кто отвечал за нее ранее.

Вывод

Смелое и нестандартное решение по реинжинирингу сложившегося бизнес-процесса позволило нам резко повысить производительность труда, качество подготовки информации и существенно снизить затраты на подготовку аналитических данных.

◆ В рамках курса «Аспирантура» следующим читайте материал 14.6. Манифест компании Арсагера.

14.5. Зачем вам эта открытость?

Один наш клиент на переговорах (тогда он еще не был клиентом УК Арсагера, а только собирался им стать) сказал следующее: «Я внимательно изучил ваш сайт. Вы открываете все свои методики, открываете список акций, которые считаете перспективными. Зачем вам эта открытость? Вы не боитесь, что конкуренты будут дублировать вашу технологию, а потенциальные клиенты просто сами составят портфель на основе этих исследований? Вы же останетесь без комиссии...»

Почему мы не боимся того, что конкуренты будут дублировать нашу технологию?

Hero vs TEAM

Во многих компаниях за управление активами отвечает так называемый управляющий портфелем. Портфели распределены между некоторым количеством таких управляющих. Каждый из них самостоятельно принимает инвестиционные решения исходя из своих знаний, опыта, ощущений. При таком подходе им очень трудно скопировать нашу технологию, которая опирается на специализацию и разделение функций.

С одной стороны, человеку просто не под силу выполнять работу целой команды аналитиков: осуществлять макромониторинг, прогнозировать процентные ставки, изучать отраслевую аналитику, товарные рынки и проводить анализ отчетности нескольких сотен эмитентов. С другой стороны, это в принципе неправильно совмещать в одном лице такие разные функции как аналитика, операции на рынке и риск-менеджмент. Мы уже приводили сравнение работы одиночки и команды (см. «А что это вы тут делаете?А?»).

Организовать и структурировать работу команды гораздо труднее, чем отдать этот процесс «на откуп умельцам».

Различия в идеологии

Многие управляющие уверены в том, что их задача – угадывать колебания рынка и спекулировать на этом. Наш подход базируется на выборе лучших активов из всего множества имеющихся. Между этими подходами огромная разница. Нам постоянно приходится слышать утверждения типа: «Было же всем понятно, что все будет падать, почему бы не продать, а потом купить?» Если «всем понятно», то кто же тогда покупает? Цена, которая в каждый отдельный момент складывается на рынке – это равновесие спроса и предложения. Наши действия на падающем и растущем рынке отличаются от действий спекулянтов.

Пока на рынке большинство управляющих пытается спекулировать, наш подход надежно защищен «различиями в идеологии».

Психология

Для некоторых использование наших подходов неприемлемо с психологической точки зрения. Уверенность в себе и чувство собственной значимости не позволяет им это делать. Некоторым просто лень менять устоявшиеся подходы. А бывает, что кто-то просто маскирует свою некомпетентность.

Никому не хочется ставить себя в жесткие условия

Прозрачность ставит управляющего в очень жесткие условия. Если клиент знает, как оценить работу управляющего, он может увидеть ошибки при управлении и уйти. Это было очень трудное решение для нас – дать клиенту такие эффективные инструменты для оценки нашей работы, как бенчмарк и отчет MARQ. Тем не менее, это заставило нас быть в тонусе и запустило контур обратной связи, развивающий и улучшающий систему.

Принимая это решение, мы сказали себе: да, клиент увидит наши ошибки. Однако ошибки при управлении возникают у любого управляющего. Кого он выберет? Управляющего, который скрывает от него свои промахи, или того, который о них рассказывает и исправляет? Даже если вы не видите ошибок, это не значит, что их нет.

Кстати, мы продекларировали готовность предоставить систему MARQ любому заинтересованному лицу, однако до сих пор желающих ее использовать не появилось.

Попробуй, догони!

Допустим, что, несмотря на все приведенные выше аргументы, кто-то захочет повторить наш подход к управлению. Это можно сделать – большинство наших методик и результаты их применения действительно есть на сайте. Мы их не скрываем. Некоторые из них вполне автономны, и мы даже будем приветствовать, если кто-то будет их использовать, распространяя наши стандарты. Например, Arsagera Asset Certification может использоваться как частными, так и институциональными инвесторами.

Однако система управления капиталом – это совокупность подходов, методик и обратных связей. В любом случае, тот, кто копирует ее, будет в роли «догоняющего». Наша главная «военная тайна» не в том, что мы делаем, а в том, как мы это делаем. Как организована и структурирована работа, как реализован механизм обратных связей, развивающих систему, как поддерживается база знаний, как обеспечивается взаимозаменяемость сотрудников, как сохраняется и развивается «школа Арсагеры».

В любом случае, мы за конкуренцию. Это фактор, который держит в тонусе и заставляет развиваться. Все знают, что надо бежать, но побеждает тот, кто бежит быстрее.

Почему мы не боимся того, что потенциальные клиенты сами составят портфель на основе наших исследований?

Индексная стратегия

Звонок в компанию, которая занимается ремонтом компьютеров:

– Мой принтер начал плохо печатать!

– Вероятно, его надо просто почистить. Это стоит 50 долларов. Но если хотите, то прочитайте инструкцию и можете выполнить эту работу сами.

Клиент, удивленный такой откровенностью, спрашивает:

– А ваш босс знает, что вы таким образом препятствуете бизнесу?

– На самом деле это его идея. Мы получаем куда больше прибыли, когда позволяем нашим клиентам сначала самим попытаться что-то отремонтировать.

Анекдот

Мы не скрываем от наших клиентов, что при всех недостатках, один из самых простых и эффективных способов инвестирования на фондовом рынке – это индексный портфель (см. «Индексный фонд. Выбор и смысл»). И для этого наши услуги не нужны. Мы видим свою задачу в том, чтобы работать лучше индекса.

Нас часто спрашивают: почему мы не предлагаем своим клиентам индексный фонд, хотя часто рассказываем о возможностях индексного инвестирования. Мы не используем индексное инвестирование, потому что хотим избежать наличия в наших портфелях акций, владение которыми не обосновано с фундаментальной точки зрения.

Для нас соревнование с индексом – это своего рода «смысл существования». Только в случае статистически предопределенной работы лучше индекса в долгосрочной перспективе наш продукт и деятельность нашей компании будут востребованы клиентами.

Однако регулярное инвестирование в индекс – это первый шаг на пути к сотрудничеству с нами. Если человек делает регулярные инвестиции в индекс, то это говорит о его глубоком понимании природы инвестирования. Такому человеку гораздо легче объяснить суть наших подходов.

Пробная версия

Один раз в квартал мы публикуем результаты своих исследований по рынку акций. Эта информация достаточно долго сохраняет актуальность. Мы не возражаем против использования этой информации любым желающим. Это как бесплатная пробная версия продукта.

Рациональное доверие

Мы стремимся к тому, чтобы доверие клиента к нам было рациональным, основанным на понимании того, что и зачем мы делаем при управлении его деньгами. Такие отношения создают базу для продолжительного и

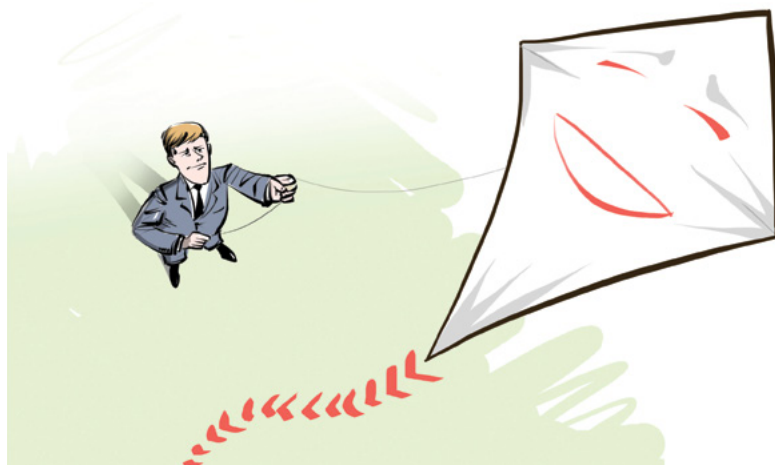
продуктивного сотрудничества. При таком подходе снижается риск того, что своими действиями клиент причинит вред своему благосостоянию (особенно в сложные периоды на рынке).

Повторение технологии

Ну и наконец, клиент должен понимать, какой объем работы мы проделываем при управлении его активами и за что он платит деньги. Он должен оценить, сможет ли он инвестировать самостоятельно, или рациональнее «нанять» УК Арсагера для этой работы.

Выводы

- Мы не боимся, а скорее приветствуем использование наших технологий конкурентами – это стимул для нашего развития. Мы считаем, что это также приведет к развитию финансовой отрасли и экономики России в целом.
- Мы заинтересованы в том, чтобы клиент знал, как мы управляем его активами, и понимал, за что он платит нам вознаграждение, чего можно требовать от управляющего, а на что надеяться не нужно.



■ В рамках курса «Университет» следующим читайте материал 14.7. Идеология и постулаты инвестирования.

14.6. Манифест компании Арсагера

«Боже! Дай мне силы изменить в моей жизни то, что я могу изменить, дай мне мужество принять то, что изменить не в моей власти, и дай мне мудрость отличить одно от другого»

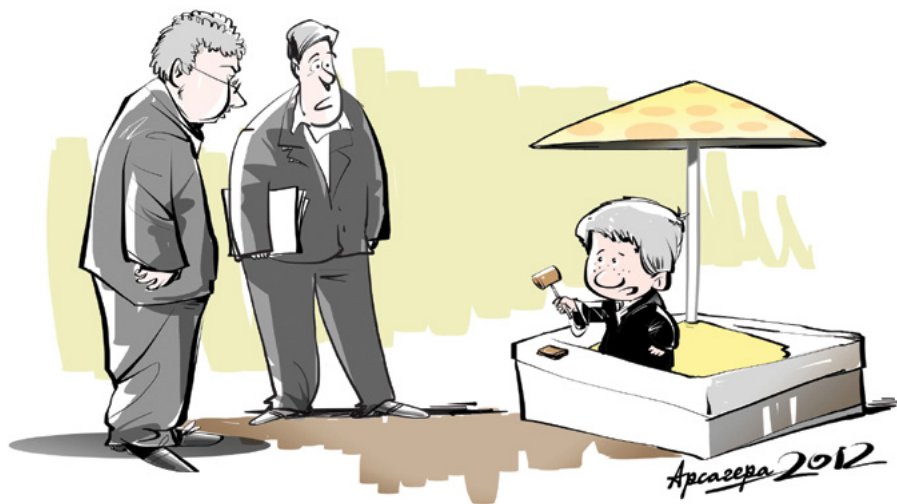
Из одной древней молитвы

Данная информация является следствием большого количества вопросов, а также критических замечаний и непонимания, с которыми часто приходится сталкиваться компании Арсагера в процессе своей деятельности по защите прав инвесторов и улучшению инвестиционного климата в России. Мы хотим объяснить смысл наших действий, рассказать о нашем отношении к возможным результатам, а также выразить надежду на прогрессивную деятельность всех участников инвестиционного процесса.

1. Часто мы идем в суд, понимая, что проиграем дело. Мы хотим отметить, что решение суда и справедливость – не одно и то же. В нашей стране, где независимость суда под вопросом, где часто решения выносятся в пользу того, кто заплатил деньги или использовал административный ресурс, обращение в суд многим кажется бессмысленным занятием, но это не так! Не идти в суд – значит не использовать даже малейший шанс добиться справедливости, значит проиграть сразу и на все 100%. Не идти в суд – значит не позволить истории зафиксировать факт несправедливости, значит не озвучить точку зрения в информационном пространстве и не дать пищу для размышления прогрессивным умам. Для того чтобы люди задумались о том, что Земля имеет форму шара, кто-то первым должен был озвучить эту мысль, и чем раньше происходят такие процессы, тем раньше происходит очередной виток развития.



2. Мы не платим взятки. Это означает, что тот, кто судится с нами, может смело идти в суд за выигрышным решением, если он заплатил. Процессы, которые мы выиграли, являются достоянием всех инвесторов, а решения суда основаны на смысле права. Мы стараемся выиграть процесс именно по смыслу, так как только в этом случае возможно изменение инвестиционного климата и улучшение корпоративного управления российских компаний. Попытка же выиграть процесс любой ценой рано или поздно выливается в покупку решения суда, грань очень тонка.
3. Мы знаем, что опыт и знания судей в области корпоративного права оставляют желать лучшего. Закон «Об акционерных обществах» переводной и создан не нашими законодателями, а для понимания его сути нужны десятки, а то и сотни лет работы и жизни страны в рыночных условиях. Наши судьи не имеют соответствующего опыта и знаний, и многие из них за свою жизнь ни разу не сталкивались с акциями и не изучали работу акционерного общества изнутри. А в распоряжении в своей собственности имели в лучшем случае машину или дачу, пускай даже некоторые из них в большом количестве. В таких условиях решения судебных органов, особенно первых инстанций, становятся непредсказуемыми. Рассуждая житейской логикой, а порой и логикой «сильного» (у кого контрольный пакет, тот и прав), суды выносят решения, которым удивлялся бы весь цивилизованный мир. Изучив судебную практику зарубежных стран с развитой экономикой, наши судьи могли бы совершить серьезный прорыв в построении цивилизованной корпоративной среды для работы бизнеса в нашей стране.



4. Мы рассчитываем на помощь Банка России как органа, который в первую очередь должен защищать интересы миноритарных акционеров, так как мажоритарные всегда в состоянии защитить себя сами и, обладая соответствующими правами, всегда могут принять решение в свою пользу. При этом хотим отметить тот факт, что в странах с развитой экономикой и развитым фондовым рынком подобные государственные органы в первую очередь следят за соблюдением прав именно рядовых (миноритарных) инвесторов, зачастую трактуя даже неясности акционерного права в их пользу.



5. Мы считаем, что важную роль в развитии Российского фондового рынка могла бы сыграть Московская Биржа, в том числе выступая в качестве эксперта в судебных процессах. Являясь центром финансовой индустрии, биржа должна поставить во главу угла защиту интересов инвесторов и формирование инвестиционной культуры наших граждан. Наши граждане относятся к фондовой бирже как к месту, где играют на деньги, а к акциям как к фишкам казино. Это необходимо менять: акции – это один из основных инструментов сбережений, а биржа – это место, где можно их купить и стать собственником того или иного бизнеса. Но изменить отношение возможно лишь при строгом соблюдении прав миноритарных акционеров. Человек, приобретая акцию, должен быть уверен, что приобретает кусочек бизнеса, а не лотерейный билет, цена и выплаты по которому зависят от чего угодно, но только не от работы самого бизнеса. С изменением отношения граждан к своему фондовому рынку будет

расти и развиваться объем бизнеса самой биржи, как это произошло в развитых странах. В этой связи довольно странно выглядят действия прямо противоположные основному предназначению биржи: конкурсы на звание лучшего спекулянта, а также делистинг и снятие с торгов акций эмитентов.



6. Мы стараемся максимально публично вести судебные процессы. Выкладываем документы, результаты и имена судей. Мы твердо уверены, что общественное мнение является одной из движущих сил прогресса. Мы надеемся, что средства массовой информации будут относиться с должным вниманием к подобной деятельности и максимально полно и корректно смогут освещать процессы по защите прав инвесторов.
7. Мы уверены, что подобная деятельность вносит вклад в развитие экономики нашей страны. Мы обязаны судиться вне зависимости от результатов суда – это то, что мы можем сделать, остальное не зависит от нас. Поэтому не надо нам пенять на решение суда не в нашу пользу, к этому моменту мы уже сделали все зависящее от нас: начали сам процесс и озвучили информацию о справедливой, по нашему мнению, точке зрения на ту или иную ситуацию.

8. Мы не в состоянии в одиночку изменить мир, делая всё, везде и за всех. Поэтому мы рассчитываем на вашу помощь и подобные действия независимо от нас.



♦ В рамках курса «Аспирантура» следующим читайте материал 14.8. Стратегическая инвестиционная идеология.



Видеоматериалы по теме на канале «Арсавера» в YouTube: плейлист «Лекториум».

14.7. Идеология и постулаты инвестирования

Здравый смысл – то, с чем большинство согласится, что большинством принято за истину в повседневной жизни. Люди используют этот термин, предполагая, что речь идет о вещах, которые всем известны. Часто этим термином обозначают предположения, для объяснения которых не надо пользоваться специальными знаниями или терминологией. В рамках технологии принятия инвестиционных решений опора на здравый смысл является основополагающей для всех этапов инвестиционного анализа, позволяя выявить только те факторы, которые в действительности влияют на стоимость активов.

Весьма близким по смыслу является понятие рациональное поведение. Ключевым следствием рационального поведения является способность отвергнуть автоматические эмоциональные решения. Понятие рационального поведения инвестора является одним из ключевых в рамках идеологии инвестирования нашей компании, и в дальнейшем будет неоднократно встречаться в документах УК Арсагера.

На здравый смысл опирается созданная в компании Система Управления Капиталом. Первоначально на базе здравого смысла формулируются постулаты инвестирования – утверждения, принимаемые без доказательства. Это та основа, которая позволяет создавать необходимый инструментарий для управления активами с высоким качеством. Все постулаты сгруппированы в три блока: управление рисками, управление капиталом, оценка результата.

На следующем уровне происходит разработка методик, применяемых для анализа инвестиционной привлекательности активов. Создание и совершенствование методик является важнейшей составной частью работы команды специалистов компании. Это залог будущих успешных результатов инвестирования.

Обобщив итоги работы на предыдущих уровнях, на заключительном этапе мы проводим анализ конкретных активов с позиции эффективности вложения в них средств. Это квинтэссенция инвестиционного процесса; труды целой команды реализуются в прогнозе конкретных цифр потенциальной доходности от владения любым из объектов инвестирования.

Постулаты инвестирования

1. Мера риска определяет доходность

Риск и доходность – «две стороны одной медали». Чем выше уровень ожидаемой доходности, тем больший риск должен взять на себя инвестор. Чем выше риски инвестирования, тем более высокую доходность будут требовать инвесторы от данной инвестиции. Каждый инвестор стремится получить максимальную доходность при минимальном уровне риска.

Одним из наиболее важных моментов во взаимоотношении инвестора и управляющего является выбор оптимального соотношения «риск – доходность».

Задача инвестора – определить комфортное для себя соотношение риска и доходности.

Что такое «максимизация доходности при ограниченном риске»?

Задача управляющей компании, с одной стороны, не нарушать установленного правилами и регламентами уровня риска, с другой стороны, необходимо при помощи технологий управления капиталом обеспечить максимальную доходность, соответствующую этой мере риска.

2. Соотношение «риск – доходность» определяет клиент

Комфортное соотношение «риск – доходность» определяется индивидуально для каждого человека. УК Арсагера может помочь клиенту выразить это в количественных ограничениях, но выбрать это соотношение клиент должен самостоятельно. Компания предлагает клиенту инструменты сбережений с определенным уровнем риска. Возможность инвестиций, а также долю в общем размере сбережений продукта с той или иной мерой риска определяет клиент.

Критерий для оценки эффективности управления

Если не определена мера риска при передаче капитала в управление, управляющий сможет обосновать любой результат своей работы, свободно перемещаясь по всему полю «риск – доходность» и утверждая, что высокая доходность получена при минимальном риске, а низкая доходность – результат высокой надежности. На деле высокая доходность может означать, что клиент реально нес высокий риск, а управляющий его об этом не предупредил. В другом случае низкая доходность может объясняться плохой работой управляющего, а не высокой степенью надежности.

УК Арсагера разработана методика, которая четко дает знать клиенту, какая мера риска установлена в том или ином инвестиционном продукте.

Инвестиционная декларация и инвестиционный регламент – это документы, которые позволяют установить систему количественных ограничений при управлении инвестиционным портфелем и закрепить меру риска для того или иного инвестиционного продукта. Этот документ является обязательством перед клиентом о том, что, с одной стороны, будет соблюдаться установленный уровень риска, а с другой стороны, будет реализована доходность, соответствующая этой мере риска. Не существует другого способа ограничения меры риска, кроме инвестиционной декларации и регламента, которые неукоснительно соблюдаются. Управляющий может сколько угодно заверять, что не будет рисковать, но это всего лишь слова. Разумнее доверять инвестиционной декларации и регламенту: это юридические документы, защищающие права клиента.

3. Регулярное ранжирование – лучший способ формирования однородных по мере риска групп активов

При разработке структуры инвестиционной декларации нашей компанией были проанализированы все виды рисков, сопровождающих инвестирование на рынках ценных бумаг и недвижимости, и способы их ограничения. Инвестиционная декларация определяет объекты инвестиций и требования к составу и структуре активов. Состав и структура активов определяют меру риска портфеля, закрепляются в инвестиционной декларации и регламенте в виде количественных ограничений.

Тонкая и грубая настройка меры риска.

Лимит на категорию ценных бумаг (акции/облигации) является инструментом грубой настройки уровня риска. Система ранжирования ценных бумаг на группы позволяет осуществить тонкую настройку уровня риска, устанавливая лимиты на каждую группу ценных бумаг и лимит на одного эмитента в рамках каждой группы. Требования к составу и структуре активов закрепляются в виде многоуровневой системы количественных ограничений.

Для ценных бумаг это выглядит следующим образом:

- лимит на категорию ценных бумаг (акции/облигации);
- лимит на группу ценных бумаг в рамках каждой категории (акции/облигации);
- лимит на одного эмитента в рамках каждой группы.

Количественные критерии ранжирования

Система ранжирования (Arsagera Asset Certification) устанавливает количественные и балльные критерии, по которым ценные бумаги ранжируются на однородные по своим характеристикам группы:

- для акций – ликвидность (оборот) и капитализация (размер компании);
- для облигаций – ликвидность (оборот), кредитное качество (надежность) и качество корпоративного управления (для корпоративных облигаций).

Система ранжирования ценных бумаг – это базис, позволяющий построить систему управления рисками. Система ранжирования ценных бумаг закреплена юридическим документом, сопровождающим управление портфелем. Лимиты на те или иные группы ценных бумаг, например, только на голубые фишки и высоконадежные облигации, обеспечивают ситуацию, при которой акции из второго и третьего эшелона, а также высокодоходные («мусорные») облигации не окажутся в портфеле.

4. Успешность инвестирования – точный прогноз процентных ставок

Уровень процентных ставок в экономике определяет стоимость финансовых активов

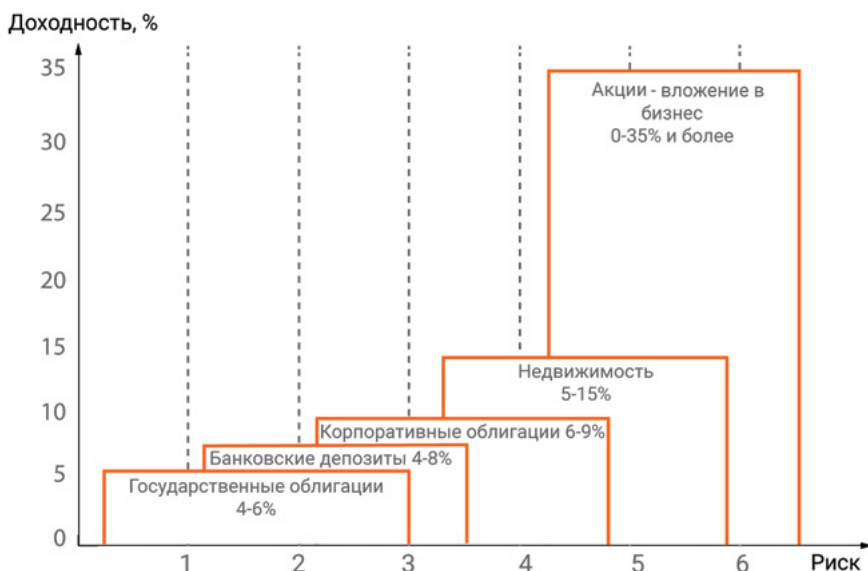
Приведем упрощенный пример. Если инвесторы готовы вкладывать деньги с доходностью 50% годовых (вложения окупаются за два года), то цена

за бизнес, приносящий \$100 000 в год, будет \$200 000. При требуемой доходности в 20% годовых этот же бизнес будет стоить \$500 000. Что же получается? Бизнес все так же приносит доход в \$100 000, но его оценка изменилась в 2,5 раза. Такая разница объясняется исключительно доходностью, которую требуют инвесторы от вложения в бизнес, а она, в свою очередь, зависит от уровня процентных ставок в экономике.

Допустим, Инвестор сумел спрогнозировать, что в будущем (в течение года) произойдет снижение доходности, требуемой от такого рода бизнеса, с 50% до 20% годовых. В этом случае, купив бизнес, приносящий \$100 000 в год за \$200 000, Инвестор сможет через год продать этот же бизнес за \$500 000, плюс за год сам бизнес принесет \$100 000. Итого: вложив \$200 000, получаем \$600 000 или 200% за год вместо ожидаемых 50% годовых.

Предположим, что на следующий год Инвестору удастся спрогнозировать, что через год уровень доходности, с которой инвесторы будут готовы приобретать такой бизнес, будет составлять 30-35% годовых. То есть инвесторы будут готовы приобрести его за три годовые прибыли – \$300 000. В такой ситуации рациональным поведением Инвестора будет продажа этого бизнеса, так как даже с учетом того, что за год бизнес принесет \$100 000, владелец такого бизнеса будет в убытке. Это яркая иллюстрация того, как от точного прогноза процентных ставок зависит будущая стоимость активов, и, как следствие, успешность инвестирования!

Уровень процентных ставок – важнейший макроэкономический показатель



Каждой группе активов в зависимости от меры риска соответствует определенный диапазон доходности, с которой инвесторы готовы их приобретать. Доходность наиболее надежных активов (как правило, это государственные долговые инструменты) определяет базовый уровень процентных ставок. От более рискованных активов инвесторы ожидают более высокую доходность. Изменение базового уровня процентных ставок влияет на доходность всех групп активов.

5. Применение экономических моделей – залог успешного прогнозирования цен финансовых активов и недвижимости

Для прогноза базового уровня процентных ставок в нашей компании используются следующие экономические модели.

Инфляционная модель

В рамках этой модели базовый уровень процентных ставок связывается с показателями инфляции. Комплексное изучение макроэкономических показателей – денежных агрегатов, спроса на деньги со стороны экономики, изменение золотовалютных резервов и других макроэкономических показателей с использованием материалов и документов Правительства РФ и Центрального Банка – позволяет прогнозировать будущий уровень инфляции и, как следствие, уровень процентных ставок.

Модель паритета процентных ставок (МППС)

Модель основана на том, что инвесторы при прочих равных готовы получать одинаковую итоговую доходность вне зависимости от валюты, в которой номинирован актив. МППС позволяет через прогнозирование будущего кросс-курса валют (рубль/доллар и рубль/евро), а также процентной ставки по активам, номинированным в иностранной валюте, рассчитать ставку для рублевых активов.

Кредитные, депозитные, облигационные модели

Данная совокупность моделей базируется на том утверждении, что средний уровень ставок по банковским кредитам и депозитам оказывает влияние на базовый уровень процентных ставок. Анализ уровня процентных ставок на этих двух огромных сегментах финансового рынка позволяет прогнозировать базовый уровень процентных ставок. При этом изучаются объемы, структура, сроки и ставки по кредитам и депозитам на основании информации, получаемой от крупнейших российских банков и эмитентов.

Расчет общего вектора изменения базового уровня процентных ставок

Каждая из описанных моделей характеризует рациональное поведение определенной группы инвесторов: в частности, инфляционная модель описывает поведение внутренних (национальных) инвесторов, а модель паритета процентных ставок – иностранных (внешних) инвесторов. Модели,

позволяющие прогнозировать уровень кредитных и депозитных ставок, описывают поведение экономических субъектов, имеющих дефицит или избыток денежных средств. Влияние каждой модели (каждой группы) учитывается при расчете общего вектора изменения процентных ставок в будущем.

Прогноз уровня процентных ставок для конкретных активов

На основе прогноза базового уровня процентных ставок составляется оценка будущей доходности для всех активов, обращающихся на рынке, учитывающая индивидуальные инвестиционные характеристики этих активов.

Для каждого выпуска облигаций, обращающегося на рынке, составляется прогноз доходности, с которой инвесторы будут готовы покупать эти облигации в будущем. Данный прогноз учитывает будущее изменение кредитного качества (надежности) и ликвидность этого выпуска, а также сокращение срока до погашения выпуска.

Для каждого выпуска акций, обращающихся на рынке, составляется прогноз доходности, с которой инвесторы будут готовы вкладывать деньги в этот бизнес в будущем. Данный прогноз учитывает способность эмитента создавать денежные потоки (прибыль) для акционеров, страновые и отраслевые риски, ликвидность акций эмитента и качество корпоративного управления.

6. Инвестирование в акции – вложение в бизнес

Приведем упрощенный пример. Предприниматель может рассматривать возможность вложить деньги в три разных бизнеса: ресторан, магазин или развлекательный центр. При этом он анализирует бизнес-планы, оценивает объемы требуемых вложений и возможные потоки доходов, после чего выбирает наиболее доходный бизнес и вкладывает в него деньги.

Если с течением времени ожидаемая доходность одного бизнеса уменьшится, а другого увеличится, предприниматель не будет иметь возможность технологично выйти из менее доходного бизнеса и вложить деньги в другой, более доходный. Если бы акции магазина, ресторана и развлекательного центра обращались на рынке и обладали хорошей ликвидностью, то предприниматель смог бы это сделать легко и технологично.

Ликвидный (биржевой) рынок акций – это, прежде всего, возможность технологичного входа в бизнес и выхода из него, а не механизм для игры на рыночных колебаниях курсовой стоимости. Поэтому система управления капиталом, применяемая в УК Арсагера, изучает возможности эффективного вложения в бизнес, а не игры на курсовых колебаниях рынка.

Стоимость каждого бизнеса определяется двумя основными факторами:

- способностью этого бизнеса генерировать доходы для акционеров;
- минимальной требуемой доходностью, с которой инвесторы готовы инвестировать в это бизнес с учетом всех его рисков.

Способность бизнеса генерировать доходы

В рамках изучения эмитентов аналитики проводят комплексное исследование факторов, влияющих на деятельность компаний. Обстоятельному анализу подвергаются основные отрасли: роль и место в экономике страны, анализ спроса и предложения, ценовая конъюнктура на рынках товаров и услуг; изучаются особые условия функционирования (налоговый режим, законодательные ограничения, реформирование отраслей). Результатом этого этапа является определение наиболее перспективных отраслей и их сегментов.

На следующем уровне проводится анализ конкретных эмитентов. Задача аналитиков состоит в том, чтобы, используя результаты изучения отрасли, спрогнозировать основные финансовые показатели компаний в течение выбранного периода прогноза. При этом большое внимание уделяется также учету основных видов рисков, сопровождающих инвестирование в конкретный актив. Результатом этого этапа является определение наилучших инвестиционных возможностей внутри выбранных отраслей экономики. Более подробно наш подход к анализу эмитентов описан в материале «Как мы прогнозируем экономические показатели деятельности компаний».

Минимальная требуемая доходность

Это доходность, ради которой инвесторы готовы инвестировать в бизнес. Для повышения точности прогноза этот показатель можно разложить на составляющие:

$$R_{\text{акц}} = R_{\text{долг}} + \Delta_{\text{стр}} + \Delta_{\text{отр}} + \Delta_{\text{лик}} + \Delta_{\text{ку}},$$

где $R_{\text{долг}}$ – прогноз будущей стоимости долгового финансирования данного эмитента. Эта составляющая базируется на оценке кредитного качества эмитента и его способности генерировать поток доходов для обслуживания кредитов и займов. Задача аналитиков при прогнозе данной составляющей усложняется тем, что из сотен эмитентов акций, обращающихся на рынке, в лучшем случае половина имеет облигации. В этой ситуации для эмитентов составляется прогноз доходности, с которой эмитент смог бы разместить облигации;

$\Delta_{\text{стр}}$ – премия за страновой риск. Характеризует уровень риска ведения бизнеса в стране. Размер данной премии определяется статистическими методами, зависит от рейтинга национальной экономики и не зависит от конкретного эмитента. Чем лучше рейтинг, тем ниже риски инвесторов и размер требуемой инвесторами премии, соответственно, и выше стоимость бизнеса;

$\Delta_{\text{отр}}$ – премия за отраслевой риск. Характеризует уровень риска, специфического для конкретной отрасли, и зависит от стабильности денежных потоков, генерируемых компаниями данной отрасли. Данная премия носит наднациональный характер и не зависит от страны, бизнес в которой оценивается инвестором;

$\Delta_{лик}$ – премия за ликвидность. Чем лучше ликвидность, тем проще инвесторам осуществлять технологичный вход и выход из инвестиций, следовательно, тем ниже размер данной премии и выше стоимость акций;

$\Delta_{ку}$ – премия за качество корпоративного управления. Чем выше качество корпоративного управления, тем лучше защищены права инвесторов, следовательно, ниже размер данной премии и выше стоимость акций. Качество корпоративного управления характеризуется прозрачностью эмитента, соблюдением и обеспечением равных прав для всех акционеров, эффективностью модели управления акционерным капиталом (МУАК).

Влияние новостей на стоимость бизнеса

Все текущие новости рассматриваются с точки зрения их влияния на стоимость бизнеса. Общеполитические и общеэкономические новости могут оказать влияние на базовый уровень процентных ставок или на размер премии за страновой риск. Отраслевые новости или новости по конкретному эмитенту могут отразиться на способности эмитента генерировать доходы, его кредитном качестве, ликвидности акций или качестве корпоративного управления. Важна не спонтанная реакция на новости, которая характерна для игроков на курсовой стоимости, а оценка влияния этих новостей на будущие цены акций через денежные потоки и уровень процентных ставок.

7. Потенциальная доходность – главный критерий инвестирования

Прогноз будущей стоимости каждого актива

Будущая стоимость акций определяется на основании прогноза доходов, генерируемых бизнесом для акционеров, и прогноза минимальной требуемой доходности, с которой в будущем инвесторы будут готовы осуществлять вложения в данный бизнес. Для каждого актива, обращающегося на рынке, аналитики рассчитывают его будущую стоимость. На начало 2020 г. это около 500 выпусков облигаций и акции примерно 150 эмитентов.

Будущая стоимость облигаций определяется размером и графиком купонных выплат и прогнозом доходности, с которой инвесторы будут готовы приобретать эти облигации в будущем. Эта доходность зависит от прогноза кредитного качества эмитента, срока до погашения и ликвидности конкретного выпуска.

Потенциальная доходность и хит-парад

Текущая стоимость актива, прогноз будущей стоимости, а также период прогнозирования определяют потенциальную доходность от владения активом. Прогноз потенциальной доходности по всем активам, обращающимся на рынке, позволяет оценивать все поле инвестиционных возможностей и осуществлять инвестиции только в наиболее потенциально доходные активы. Результат своей работы Аналитическое Управление

компания выдает в виде так называемого хит-парада – списка, в котором все активы внутри категорий (акции, облигации) отсортированы по потенциальной доходности.

Формирование и реформирование портфеля

Формирование портфеля производится на основании критерия максимальной потенциальной доходности и с учетом ограничений, установленных инвестиционной декларацией и регламентом. Потенциальная доходность определяется текущей стоимостью актива и прогнозом будущей стоимости. Каждый из этих параметров подвержен изменению: текущая стоимость изменяется в результате колебания котировок ценных бумаг, а прогноз будущей стоимости активов подвергается актуализации по итогам появления новой информации. В результате изменения текущей и прогнозной стоимости активов может меняться их потенциальная доходность и место, занимаемое в хит-параде. В этом случае может возникнуть необходимость реформирования портфеля таким образом, чтобы в нем снова оказались активы, обладающие максимальной потенциальной доходностью. Задача управляющего трейдера – постоянно поддерживать в портфеле наиболее доходные активы с учетом ограничений, установленных инвестиционной декларацией и регламентом. Более подробно этот процесс описан в материале «Как инвестировать в акции, используя потенциальную доходность?».

8. Стратегия полного инвестирования средств – лучший выбор инвестора в средне- и долгосрочном периоде

Потенциальная доходность позволяет выбирать лучшие активы

Уровень потенциальной доходности является динамическим критерием, так как постоянно меняется текущая стоимость актива и корректируется прогноз его будущей стоимости. Использование этого критерия позволяет в каждый момент времени выбирать наилучшие активы для инвестирования вне зависимости от текущей ситуации на рынке. Данный подход позволяет учитывать и использовать не только абсолютное изменение цены актива, но и относительное изменение цен на активы друг относительно друга.

Этот переход от расстояния к скорости – выбор наиболее быстро растущих активов. В случае ухудшения ситуации на рынке стоимость таких активов, как правило, снижается медленнее остальных и обеспечивает лучший результат по сравнению со среднерыночным.

Использование потенциальной доходности в качестве критерия инвестирования создает базу для применения стратегии полного инвестирования. Это означает, что в портфеле нет денежных средств: они появляются только в момент реформирования портфеля, а в течение остального времени вложены в активы в соответствии с текущей оценкой потенциальной доходности и структурой, установленной инвестиционной декларацией и регламентом.

Это происходит потому, что потенциальная доходность денег равна нулю и денежные средства могут оказаться в портфеле как актив только в том случае, если все остальные активы будут иметь отрицательную потенциальную доходность (если компания будет прогнозировать падение будущих цен по всем активам без исключения). Вряд ли такая ситуация возможна на практике.

9. Качество результатов управления познается в сравнении с рынком

Рыночный индекс – главная характеристика рынка

Для оценки ситуации на фондовом рынке используются индексы. Наиболее известными рыночными индексами являются индекс DowJones и S&P 500. На российском рынке наиболее часто используются индексы МосБиржи.

При этом статистика развитых рынков показывает, что на интервале 5 лет и более:

- 80% участников рынка проигрывают рыночным индексам;
- 13% работают с той же эффективностью;
- и лишь 7% удается показать результат лучше индекса.

Более подробно об этом эффекте в нашем материале «Кто выигрывает на фондовом рынке?».

Как работать лучше, чем работает индекс?

Во-первых, стратегия полного инвестирования. В рыночном индексе по определению отсутствуют деньги – он полностью состоит из ценных бумаг. Индекс не пытается сыграть на колебаниях рынка и обыгрывает при этом целую армию профессиональных управляющих.

Во-вторых, оптимизировать транзакционные издержки. Инфраструктура фондового рынка может ежегодно отбирать у участников существенную часть зарабатываемого дохода. Перекладки в портфеле должны осуществляться только при покупке более потенциально доходного актива.

В-третьих, и это самое главное – только покупая активы, которые растут быстрее рынка в целом, а падают медленнее, можно работать лучше, чем индекс.

Как известно, состав и структура индексов достаточно четко определены. Внутри индекса отдельные составляющие могут вести себя неодинаково. Индекс может не включать в себя активы, обращающиеся на рынке, которые могут показывать динамику лучше, чем в среднем бумаги индекса. Если портфель инвестора будет состоять из множества активов, средняя динамика которых выше, чем составляющие индекса, итоговый результат по портфелю будет лучше индекса.

Так как курсовая динамика определяется экономикой бизнеса, а она, в свою очередь, доступна для прогнозирования аналитиками, то с помощью грамотного прогноза можно выбирать лучшие активы. Это означает, что динамика портфеля будет лучше среднерыночной, а следовательно, есть возможность получить результат лучше индексного.

С учетом всего вышесказанного клиенту имеет смысл выбирать только того управляющего, который сможет работать лучше, чем индекс (в противном случае имеет смысл купить паи индексного фонда или самому сформировать индексный портфель).

Выбор лучших активов

Использование потенциальной доходности в качестве основного критерия инвестирования дает возможность выявлять лучшие активы из всего множества обращающихся на рынке. Лучшими, как мы уже заметили, являются активы, которые растут быстрее остальных, а падают медленнее.

Компания не обещает своим клиентам обеспечивать рост стоимости портфеля в любой ситуации: в большинстве случаев, когда рынок будет расти, будет расти и портфель клиента, а когда рынок будет падать, будет падать и портфель. Существует стереотип, что управляющий точно знает, когда начнется падение цен и продаст актив. А когда начнется рост, он тут же их купит. Это заблуждение. И зачастую оно поддерживается самими же «специалистами» по инвестициям.

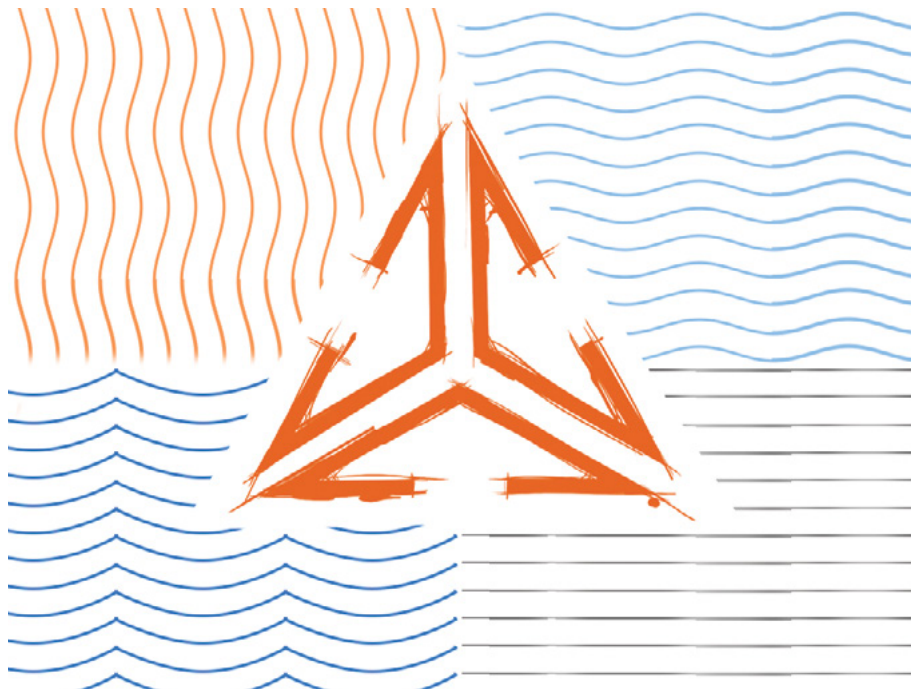
Главная задача компании в долгосрочном периоде – превосходить результаты индексного фонда. Клиент должен понимать, что если рынок акций (индекс) упал на 40%, а портфель акций упал на 20% – это хороший результат управления, несмотря на убыток. И, наоборот, если рынок акций вырос на 60%, а портфель акций вырос на 30% – это плохой результат, несмотря на то, что получена хорошая прибыль.

Более подробно об оценке качества управления и расчете бенчмарков – в материале «Оценка результатов управления».

■ В рамках курса «Университет» следующим читайте материал в Приложении 1. Принципы ранжирования активов и виды операций.

14.8. Стратегическая инвестиционная идеология

*Есть мнение, что опережать время – значит ошибаться.
Но если бы не было тех, кто опережает время,
мир бы перестал развиваться.*



Процесс формирования инвестиционного капитала занимает продолжительное время. Человеку необходимо в течение трудовой деятельности осуществлять регулярные инвестиции, выделяя на них определенную часть от своих текущих доходов.

Если оперировать абсолютными цифрами, то срок, в течение которого осуществляются сбережения, может составлять 30 и более лет. Предполагая, что определенную часть своих сбережений человек инвестирует все это время в один и тот же инвестиционный продукт (фонд), у него должна быть уверенность как в качестве этого продукта, так и в его жизнеспособности в течение очень продолжительного времени.

Таким образом, инвестиционный продукт, и, как следствие, доверительный управляющий, должен соответствовать определенным базовым (неизменным) характеристикам.

- Работа фонда не должна зависеть от конкретного специалиста. Иными словами система управления капиталом (СУК) должна быть формализована и не зависеть от исключительных способностей отдельно взятого человека.

- СУК базируется на четких и полностью определенных инвестиционных принципах и постулатах, которые должны быть публичными и понятными любому пайщику. Пайщик должен с ними согласиться и разделять такой подход к осуществлению инвестиций. Совершенствование СУК происходит в рамках соблюдения базовых инвестиционных принципов и постулатов.
- Наличие механизма обратной связи. Контроль и приведение в соответствие для соблюдения базовых инвестиционных принципов и постулатов.
- Полная информационная прозрачность работы фонда, как с точки зрения освещения результатов, так и с точки зрения прогнозов и принимаемых решений.
- Размер стоимости услуг, а точнее общие транзакционные издержки (ТИ) фонда, не приводит к бессмысленности инвестирования в конкретный класс активов. Иными словами ТИ меньше разницы между среднестатистической доходностью определенного класса активов ($R_{ока}$) и доходностью депозита ($R_{деп}$): $ТИ < R_{ока} - R_{деп}$.
- Есть предпосылки снижения ТИ или сохранения их на приемлемом уровне (см. предыдущий пункт).

Несложно определить, что индексный фонд с низким уровнем ТИ и хорошей информационной прозрачностью соответствует вышеописанным критериям. Именно поэтому большое количество людей выбирает индексные фонды для долгосрочных инвестиций. Но индексное инвестирование содержит серьезные недостатки (см. «Индексный фонд. Выбор и смысл»).

Инструмент сбережений, генерируемый всей банковской системой, – депозит, по сути является бенчмарком для всех остальных видов инструментов сбережений: облигаций, недвижимости, акций (см. «Инструменты сбережений»). Рассмотрим принципы формирования стоимости (P) каждого из этих инструментов, особенно с учетом того, что именно на этом поле и трудится доверительный управляющий. Оценивать данные инструменты мы будем с позиции некой базовой ценности (BV), имеющейся у каждого инструмента.

I. Облигации

Инструмент является максимально похожим на депозит. Как правило, есть определенная ценность, которая будет выплачена должником по истечении срока в виде номинала и процентов на него. Очевидным для покупателя является то, что стоимость не может превышать сумму всех выплат по инструменту. Фактически эта сумма продается с дисконтом, размер которого в свою очередь зависит от уровня процентных ставок. Если обозначить сумму в будущем как BV_1 , то текущая стоимость есть не что иное, как $P = BV_0 < BV_1$.

II. Недвижимость

Особенностью данного инструмента является наличие у него свойств товара. Полезность товара может выражаться в возможности получения дохода

от его использования. В общем случае, именно величина этого потока и определяет стоимость и ценность этого товара, как инструмента сбережения. Фактически выполняется равенство $P = BV_0$, где BV_0 – оценка полезности недвижимости как товара и/или сумма дисконтированных будущих доходов от ее использования (подробнее читайте на сайте компании в материале «Взаимосвязь доходов семьи, условий ипотечного кредита (ставка и срок) и стоимости недвижимости»). Вторичным образом стоимость недвижимости определяется ценой создания (себестоимость) и в сравнении с рыночными аналогами.

III. Акции

Инструмент, дающий право собственности на средства производства, которые в свою очередь позволяют производить товары и услуги, генерирующие денежный поток для владельца. Инструмент имеет вторичное обращение и оценку в деньгах. При этом владелец акции претендует на часть собственного капитала компании, акционером которой он является. Фактически это есть ценность, принадлежащая самой компании и приходящаяся на акции этой компании.

Упрощенно – это денежная оценка результата владения акцией в случае ликвидации компании и распределения ее капитала среди акционеров. У акции существует как бы две стоимости: цена самой акции на вторичном рынке – P и размер собственного капитала компании на одну акцию – BV .

Инвестор, приобретая акцию за P , фактически в моменте получает право на текущее значение BV . Доход инвестора получается в результате увеличения P . **Обоснованный рост P – это следствие увеличения BV , в первую очередь за счет получения прибыли (E) бизнесом компании, акционером которой является инвестор.** То есть, стоимость P при $P > BV$ должна «наполниться» собственным капиталом BV . Выплата дивидендов или обратный выкуп акций есть частный случай распределения BV между акционерами.

Фактически единственным обоснованным источником дохода для акционеров является собственный капитал компании (BV), а основной причиной его изменения является финансовый результат ее деятельности.

Ключевой характеристикой каждого бизнеса, с экономической точки зрения, является рентабельность собственного капитала ROE , она же – скорость роста BV , то есть ежегодное соотношение прибыли к собственному капиталу на начало года: $ROE = E/BV$.

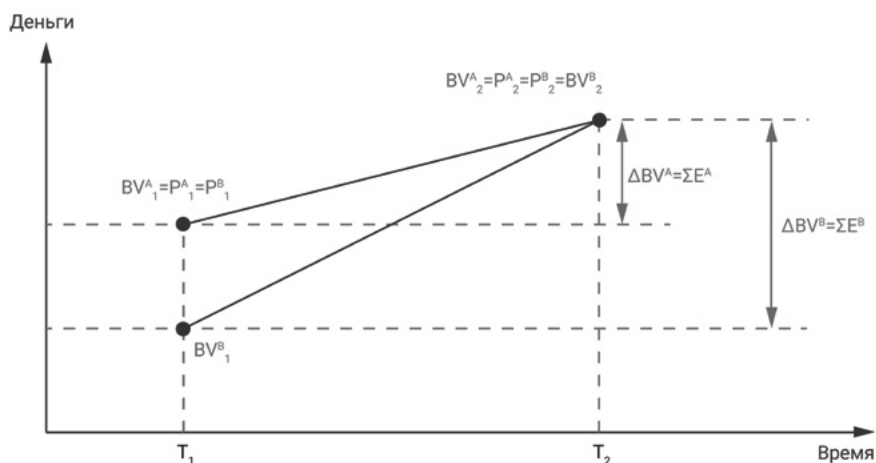
Размер ROE , его стабильность и долговечность в сочетании с размером собственного капитала BV являются основными, а по сути – единственными составляющими стоимости любого бизнеса.

Так или иначе, абсолютно все особенности и преимущества бизнеса трансформируются в эти ключевые показатели. Превышение P над BV может быть оправданным лишь в случае возможного (гарантированного не может

быть по определению) ускоренного роста BV к уровню P. Это значит, что ROE должно быть больше R, где R – уровень общедоступных ставок, например ставка депозита. При этом превышение P над BV при $ROE > R$ обосновано лишь в определенном размере.

Иллюстрация причин и размера превышения стоимости (P) над ценностью (BV)

В качестве упрощенного примера рассмотрим две компании, бизнес которых конечен и в итоге между акционерами будет разделен заработанный собственный капитал компании. Компания А ведет деятельность с доходностью рыночных ставок $ROE^A = R$, а компания В имеет $ROE^B > R$. Тогда с учетом того, что инвесторы уравнивают доходности в эти финансовые инструменты, будет справедливо следующее положение вещей.

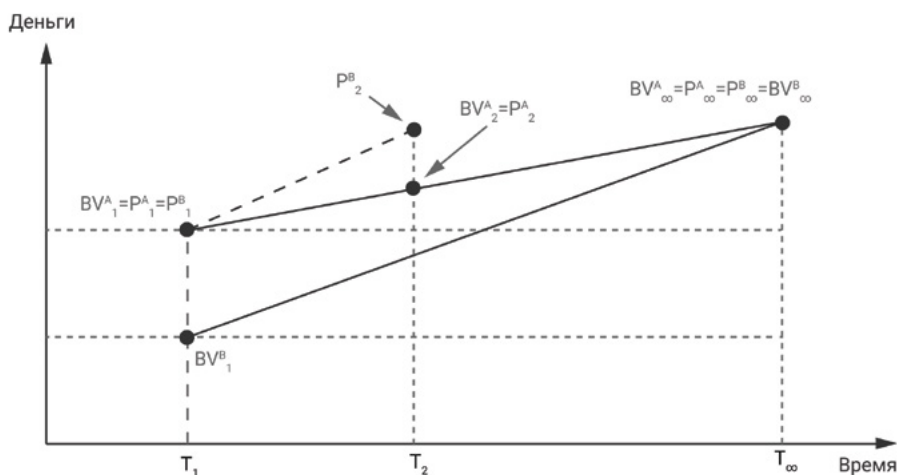


Разница между P_1^B и BV_1^B – это премия за более высокий темп роста собственного капитала данного бизнеса или, иначе говоря, за более высокую эффективность, которая выражается в более высоком значении ROE бизнеса в сравнении со средним уровнем процентных ставок.

В течение срока жизни бизнеса курс его акций (стоимость) неуклонно движется к итоговой ценности, естественно, на практике курс акции не растет линейно, как это показано на графике выше.

Логичным в течение жизни компании является равенство стоимости акции и размера собственного капитала на акцию при $ROE = R$, при этом выплата дивидендов одинаково уменьшает и стоимость акции, и собственный капитал на акцию. Выплата дивидендов Div в размере всей чистой прибыли E при $ROE = R$ будет приводить к тому, что и стоимость акции, и собственный капитал на акцию не будут расти, но инвестор будет получать доходность равную $ROE = R$ за счет дивидендов (влияние налогов на дивиденды не учитываем).

Если предположить, что точка окончания деятельности бизнеса стремится в бесконечность (хотя мы понимаем, что любой бизнес рано или поздно закончит свою работу), то картина может выглядеть следующим образом.



Из-за неопределенности срока окончания бизнеса (конечная точка сильно удалена во времени) темп изменения стоимости P может совпадать с темпом изменения ценности BV , то есть двигаться по параллельным траекториям (параллельные прямые пересекаются в бесконечности).

При этом в случае $P = BV$ ситуация не содержит рисков потери капитала для акционера (стоимость и ценность двигаются по одной траектории), что является логичным и обоснованным; при $P > BV$ инвестор продолжает «авансировать» ценность стоимостью, а разрыв между ними может не сокращаться. В таком случае инвестору необходимо оценивать риск и сроки прекращения деятельности бизнеса, крайне важным это является при $P > BV$ и особенно при $P \gg BV$.

Также необходимо понимать, что будет происходить со способностью бизнеса наполнять стоимость ценностью: получать прибыль и сохранять темп ее получения в будущем ($ROE > R$).

Следует заметить, что скорость изменений в современном мире постоянно возрастает и то, что казалось незыблемым 10 лет назад, сейчас вызывает улыбку. Достаточно проанализировать изменение состава и сроки ротации эмитентов в основных фондовых индексах, чтобы понять – мир не стоит на месте, а темп перемен увеличивается. Поэтому инвестировать в компании с большим отрывом стоимости от ценности ($P/BV \gg 1$) нужно крайне осторожно. При уровне процентных ставок 10% (а значит, $P/E = 10$) и неизменном значении прибыли уплаченная стоимость P наполняется ценностью (ежегодной прибылью) на 70% за 10 лет и менее чем на 40% за 5 лет (подробнее в материале «Такой понятный и загадочный P/E »).

При таких темпах необходимо оценивать, какая доля P обеспечена размером BV изначально, то есть как быстро будет компенсирована разница $P - BV$ ежегодно зарабатываемой прибылью. В противном случае остается надеяться только на то, что кто-то по непонятным причинам на вторичном рынке приобретет твои акции дороже.

Никто не отрицает, что в рамках одной компании, в связи с колоссальными перспективами ее бизнеса, может произойти существенное увеличение прибыли, которое легко компенсирует текущий разрыв между ценностью и стоимостью. Но возможно ли такое для большого количества компаний при существующей ограниченности денежных ресурсов той или иной экономики? Часто инвестор пренебрегает рисками постоянства денежного потока (зарабатываемой прибыли) или переоценивает длительность периода и размер увеличения доходов бизнеса. В такой ситуации большая часть стоимости P формируется из-за будущих – ожидаемых (совершенно негарантированных) доходов бизнеса, существующая же ценность BV не занимает заметной доли в текущей стоимости P .

С учетом сложности прогнозирования тенденций в столь динамично изменяющемся мире, рациональным поведением является ориентир на внезапную остановку любого бизнеса и на BV , как на «несгораемую» часть его стоимости.

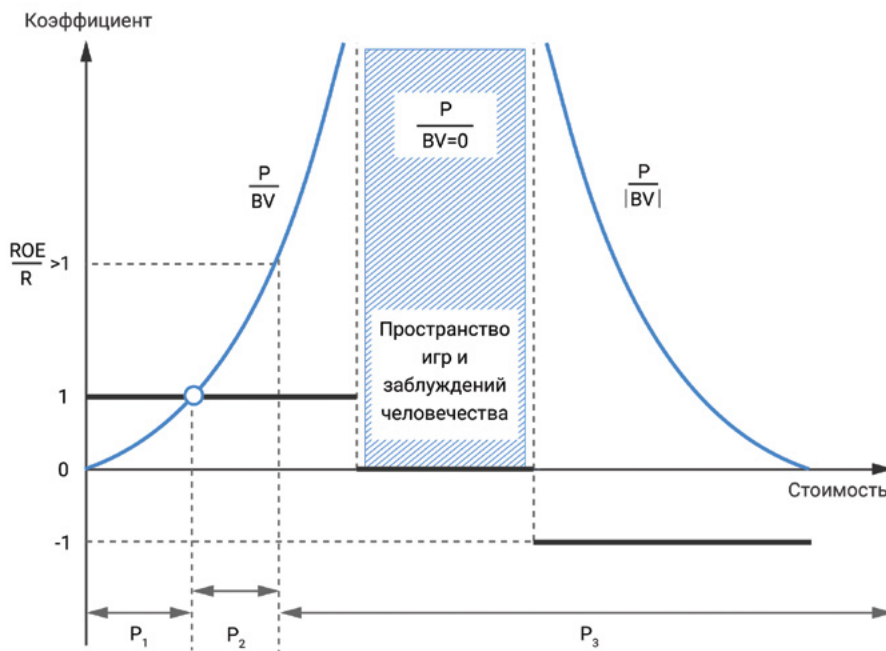
Необходимо отдельно отметить важную особенность такой субстанции, как деньги, – денежные единицы согласно договоренности людей служат критерием определения размера ценности чего-либо, то есть мир существует в системе координат номинальных денежных единиц (см. «Абстракция денег»). Еще одной сложностью существующей финансовой системы, в которой работает бизнес, является абстрактный характер самих денег и возможная переоценка материальной ценности бизнеса в номинальных денежных единицах.

Основным показателем такого процесса и является инфляция. То есть мир существует в рамках рекурсивной системы – ценность денег является следствием работы бизнеса (производство товаров и услуг), но при этом стоимость и ценность самого бизнеса задается в номинальных денежных величинах (чем-то напоминает толковый словарь: где смысл каждого слова определяется самими же словами).

Исходя из этого в настоящем моменте стоимость и ценность денег всегда равны, а соотношение $P/BV = 1$ выполняется по определению. Как следствие, продажа какого либо актива за деньги есть перевод стоимости в ценность, то есть $P \rightarrow BV$ и $P = BV$. Это и является основной причиной пренебрежения участниками рынка размером ценности актива в его стоимости. Действительно, если за счет покупателя на вторичном рынке можно наполнить стоимость ценностью, так ли важно ориентироваться на обеспечение стоимости актива его «внутренней» ценностью? Вопрос,

будет ли следующий покупатель покупать по этой цене? Важно помнить, что ежедневно на рынке обращается не более 0,2% от общего количества акций, и именно этим незначительным количеством задается стоимость 100% компании.

Учитывая вышесказанное, все инструменты в этой системе измерений можно разместить на плоскости, представленной на схеме.



Рыночная стоимость любого актива зависит только от трех составляющих:

$$P = P_1 + P_2 + P_3,$$

где P_1 – существующая (имеющаяся) ценность BV ($P_1 = BV$);

P_2 – потенциальная ценность, обоснованная ускоренным ростом BV в будущем благодаря $ROE > R$;

P_3 – оптимистические или неведомые (необоснованные) ожидания создания ценности.

Существует два крайних полюса наполнения стоимости ценностью:

гиперконсервативный – стоимость меньше первой составляющей $P < P_1$;

иррациональный – стоимость определяется только третьей составляющей $P = P_3$, при $P_1 = 0$ и $P_2 = 0$.

Стоимость любого актива находится между этими полюсами. Оценить размеры и пропорцию составляющих в стоимости актива является крайне важной задачей каждого инвестора.

Как мы уже отмечали, иллюзия ценности и отрыв от реальности происходят из-за того, что на вторичном рынке участник торгов может перевести P в BV , то есть получить за стоимость ценность в соотношении 1:1 за счет средств другого участника. Поэтому складывается впечатление реальной ценности за виртуальную стоимость. Так как каждый считает себя умнее среднего (эффект Лейк-Уобегона), мало кто задается вопросом: в случае пустоты и необеспеченности актива, не буду ли я последним покупателем в цепочке сделок с этим активом?

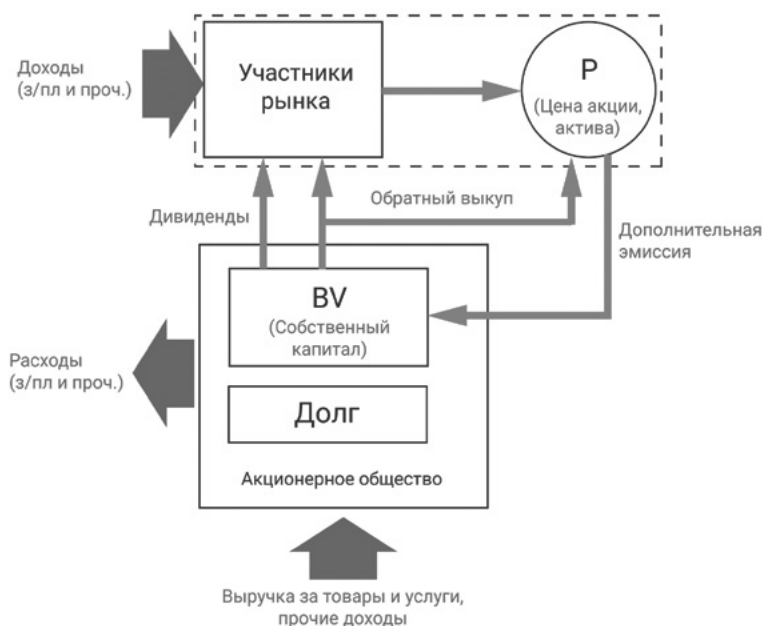
Рассмотрим пример компании – обычной финансовой пирамиды. Дадим ей название «МММ», она выпускает в обращение свои акции (акции продаются и покупаются самой компанией). На начальном этапе акции проданы за стоимость, и она же поступила в распоряжение самой компании, то есть стала ценностью $P = BV$ и $P = P_1$. Далее, учитывая, что в начале деятельности количество акций, предъявляемых к выкупу, меньше купленных и возможно даже покупаемых, объем поступающих денег позволяет искусственно повышать стоимость акции и создавать ажиотаж вокруг роста курсовой стоимости этого актива, увеличивая тем самым объем средств, поступающих в компанию от желающих «заработать». Уже тогда происходит отрыв P от BV .

Очевидным становится, что если завтра все акции будут предъявлены компании по цене P , то суммы BV не хватит на полную выплату. Безусловно, капитал, который еще не потрачен на выкуп акций и находится в распоряжении компании, может приносить доход (по нему банально можно получать ставку депозита), но увеличение таким способом собственных средств компании не может компенсировать рост суммы «обязательств» из-за курсового роста акций (очевидно, что интерес к акциям подогревается доходностью, существенно превышающей ставку депозита).

В какой-то момент все средства компании будут потрачены на выплаты (если ранее руководство не сбежит с остатками). Акции со стоимостью P будут обладать $BV = 0$ или при $P_1 = 0$ и $P_2 = 0$ $P = P_3$, то есть «перекоچуют» от одного полюса к другому. Итоговый результат такой стоимости акций, думаем, не требует комментариев.

Если привести более свежий пример обращающегося актива – биткойна, то несложно понять, что ценность (собственный капитал BV) у него отсутствует по определению, то есть $P = P_3$, а стоимость в ценность участники торгов переводят на вторичном рынке между собой за свой же счет. Курс в этом случае определяется силой денежных потоков авантюристов в ту или иную сторону. На что ориентируются и надеются эти «инвесторы», остается только догадываться. Но кто-то все равно будет крайним и останется с нулевой ценностью, уплатив стоимость.

Далее рассмотрим схему денежных потоков при ценообразовании стоимости активов (акций), а также способы влияния на цену.



Пунктирной линией обозначен минимальный контур ценообразования. В принципе обладать стоимостью может любая пустышка, если люди по какой-то причине (не задумываясь или обманываясь насчет ценности этого актива) торгуют ей – покупают и продают за денежные единицы.

Наполнение стоимости акции реальной ценностью возможно лишь при участии самого бизнеса посредством выплаты дивидендов и/или проведения обратного выкупа (бай-бэка), то есть передачи ценности в виде собственного капитала в распоряжение участников торгов.

Несложно заметить, что сила влияния бай-бэка на курс акции существенно выше, так как при выплате дивидендов они оказывают влияние на стоимость акции косвенно, то есть через «второе колено» – через участников, которыми получены дивиденды. При бай-бэке бизнес сам превращается в участника торгов и оказывает прямое воздействие на стоимость акций. Если бизнес долгое время накапливает ценность – не выплачивает дивиденды и не проводит бай-бэки, а зарабатываемая прибыль присоединяется к собственному капиталу, то стоимость акции определяется исключительно участниками рынка с учетом их взглядов на будущие корпоративные действия (дивиденды, бай-бэки) такой компании.

На что рассчитывают участники, торгующие активами, в которых такие корпоративные действия не наступят никогда, например в силу отсутствия ценности или способности ее создания самим бизнесом, остается только догадываться. Фактически, вся нижняя часть вышеприведенной схемы в этом случае отсутствует.

Как мы уже отмечали, крайне важно оценить размеры, а точнее пропорцию составляющих P_1 , P_2 и P_3 в стоимости каждого актива. Действительно, стоимость любого, даже самого эффективного бизнеса с полезной и нужной людям услугой (товаром), может принять значение, при котором P_1 и P_2 будут настолько малы, что исходя из размера текущей стоимости его акций бизнес не будет отличаться от банальной финансовой пирамиды или какого-нибудь финансового пузыря вроде биткоина. При этом благодаря роботам, алгоритмическим системам на основе технического анализа и даже индексному инвестированию конкретные злоумышленники могут вовсе отсутствовать. Всё произойдет спонтанно в рамках рефлексивного процесса. Очень сложно определить четкую границу перехода от доли P_2 к доле P_3 . Также трудно точно спрогнозировать сроки существования таких финансовых пузырей в системе современных торгов, где все большую роль начинают играть механистические системы принятия решений, при этом самым популярным и масштабным среди них становится индексное инвестирование.

С одной стороны, индексное инвестирование подразумевает получение среднерыночного результата (точнее средневзвешенного), с другой стороны, такой способ формирования портфеля подразумевает полную передачу решения о выборе активов сторонним рыночным силам (см. «Кто выигрывает на фондовом рынке?»). По сути, управление структурой портфеля активов полностью передается на аутсорсинг. В силу того, что это наиболее затратная часть при управлении, **индексное инвестирование получило возможность экономить на издержках и предложить инвесторам услугу с крайне низкой платой за управление, которая фактически и является основным преимуществом индексного фонда.**

Действительно, низкая комиссия за управление в долгосрочном периоде дает огромное преимущество. Фонд с издержками 0,15% в год потеряет в доходности за 10 лет около 2%, а фонд с подобной структурой (то есть и с равным результатом до вычета издержек при той же среднегодовой доходности, например 11%), но с комиссией в 3% потеряет 37%, и его итоговый результат будет в полтора раза меньше! На 20-летнем отрезке итоговая доходность будет в два раза хуже (см. «Транзакционные издержки и их влияние на результат инвестирования. Формула стоимости услуг доверительного управления»). «Прицепившись» к среднему результату и обеспечив самые низкие потери при управлении, индексное инвестирование получило гарантированное преимущество по отношению к большинству участников рынка, особенно в долгосрочном периоде, что убедительно и доказывает статистика — 80% участников проигрывают рыночным индексам; 13% работают с той же эффективностью, 7% удается показать результат лучше индекса.

На начальном этапе после изобретения индексного инвестирования (вследствие низкой популярности и малого влияния) аутсорсинг отбора активов в портфель не носил критичного характера, а скорее наоборот

позволял присоединиться к наиболее рациональному поведению участников рынка в долгосрочном периоде (одно только влияние инсайдеров на курс акций известных им компаний чего стоило). Нынешняя ситуация сильно отличается от тех времен: глобализация, свободное движение капитала, существенное влияние большого количества систем торговли, основанных на нефундаментальном анализе (технический анализ и т.п.), и рост размеров индексных фондов приводят к тому, что снижается удельный вес (как следствие – степень влияния) рациональных сил, задающих курс акций осознано и с ориентацией на ценность и способность ее создания бизнесом. На данный момент очевидно, что эта тенденция будет продолжать набирать обороты.

Для наглядности неразумности происходящего приведем крайний пример: в торгах участвуют только индексные фонды. Тогда акции некоего бизнеса могут находиться в портфелях фондов независимо от его финансовых результатов до бесконечности, а точнее до физической ликвидации и исключения из реестра существующих компаний. И это мы не говорим о возможных манипуляциях и злоупотреблениях со стороны административных органов, определяющих состав и структуру индексов. Ведь насколько просто будет обеспечить притоки/оттоки капитала в/из капитализации той или иной компании увеличением/сокращением доли в индексе.

Тенденции ближайших 20 лет

- Размер денежных потоков участников рынка, неосознанно покупающих акции в свой портфель, будет увеличиваться. Этому будут способствовать увеличение масштабов алгоритмической и роботизированной торговли, а также упрощение прямого доступа к биржевым торгам неограниченному количеству людей, которые не обладают необходимым объемом фундаментальных экономических знаний и должным количеством времени для проведения качественного анализа. Основной движущей силой будет растущая популярность индексных фондов.
- Масштабность «модных течений и хайпов» в области вложения средств будет возрастать. Усиливать эти процессы будет развитие маржинального кредитования и информационная политика брокеров.
- Изменение степени влияния «рациональных» и «иррациональных» рыночных сил в современном мире ведет к разбалансировке системы фундаментально обоснованного задания стоимости активов. Увеличивается волатильность стоимости относительно ценности.
- Сроки и причины приведения стоимости в соответствие с рациональным положением вещей становятся непредсказуемыми.
- Размер расходов инвестора (в том числе плата за управление) станет одним из ключевых элементов конкурентной борьбы за клиента.

Обязательные элементы системы отбора акций

Ключевым моментом в системе управления капиталом УК Арсагера является вычисление потенциальной доходности от владения активом (подробнее в материале «Как инвестировать в акции, используя потенциальную доходность?»). Активы, возможные к приобретению, должны обязательно соответствовать следующим характеристикам.

- Обладать ценностью.
- Иметь способность создания ценности.
- Должна существовать возможность перевода ценности в стоимость.
- Текущая стоимость не должна превышать будущую сумму двух составляющих $P_1 + P_2$, где P_1 – существующая (имеющаяся) ценность BV ($P_1 = BV$), а P_2 – потенциальная ценность, обоснованная ускоренным ростом BV в будущем благодаря $ROE > R$.
- Будущая скорость зарабатываемой ценности укладывается в естественный ход экономических процессов современного мира (ROE не может быть аномально высоким в течение очень продолжительного срока).

Стратегический выбор и его следствия

Учитывая вышеизложенную информацию, рассмотрим основные аспекты развития и жизнедеятельности компании Арсагера в ближайшие десятилетия.

1. Определение компетенции. Ориентация на долгосрочность предоставления услуги. Информационная прозрачность: «что можем и чего не можем» и сколько клиент за это заплатит. Причины сотрудничества с нами как с профессионалами:
 - Специализация на долевыми инструментах как основной сфере нашей компетенции. Акции – ключевой и самый важный инструмент сбережений в нашей линейке. Особенностью акций является максимальная реальная доходность, вытекающая из природы этого инструмента.
 - Четкий вектор приложения трудовых затрат – клиент делал бы также при наличии времени и компетенций. Нет никаких тайных знаний, есть рабочее время и монотонный труд целой команды профессионалов, который сложно повторить и невозможно выполнить в одиночку. Это и предлагается клиенту в качестве платной услуги по аналогии с понятными и повседневными услугами. Необходимо при должном качестве сделать стоимость услуги такой, чтобы сотрудничество с Арсагерой стало безальтернативным.
 - Последовательная реализация стратегии управления портфелем ценных бумаг в рамках понятной, формализованной и прозрачной системы управления капиталом, основанной на создании бизнесом ценности с последующим получением от нее стоимости. Правильной целью инвестирования при таких предпосылках являются скорость

наращивания и размер объема ценности, приходящейся на пай фонда.

- Актуализация портфеля. Ежедневное операционное обслуживание портфеля фонда: соблюдение лимитов, поддержание структуры и состава с максимальным значением потенциальной доходности, вычисляемой в соответствии с прогнозом фундаментальных характеристик и изменяющихся текущих цен.
- Реализация функций собственника на основе прав, вытекающих из владения собственностью. Юридическая защита инвестиций.
- Преимущества коллективной формы инвестиций с помощью фонда как способа «упаковки» инвестиционного инструмента – налоги, диверсификация при вложениях практически любой суммы и в любое время, единый результат со всеми клиентами, включая сотрудников и акционеров самой УК.

Следствием данных действий в долгосрочном периоде должен стать результат инвестиций, превышающий доходность банковских депозитов и доходность основного фондового индекса.

2. Принятие аксиомы, что рано или поздно стоимость акции будет задаваться участниками рынка исключительно из возможностей этой компании обеспечить доходность на средства, вложенные в покупку ее акций, то есть как компания сможет заработать разницу между ценой акции и собственным капиталом на акцию и/или трансформировать имеющуюся у компании ценность в стоимость. Срок иррациональности не определен, прямое влияние на сроки могут оказывать как кризисы (очищающие явления), так и естественный ход вещей (смена основных акционеров и управленческих команд). Ориентация на долгосрочный результат.
3. Информационная поддержка концепции накопления балансового капитала как основы ценности вложений и последующей их стоимости. С одной стороны, спокойствие и способность проведения последовательной политики инвестирования, несмотря на иррациональность окружающего мира, особенно в краткосрочном периоде, с другой стороны, правильная идентификация и быстрая реакция на ошибки анализа и выбора активов.
4. Полная информационная открытость деятельности: системы отбора активов, способа принятия решений, структуры портфеля, анализа ошибок, доходов/расходов фондов. Дополнительным преимуществом такой политики (помимо повышения уровня доверия) будет помощь в исправлении ошибок сторонними (бесплатными для компании) силами.
5. Мониторинг деятельности и механизм приведения в соответствие в случае отклонения от формализованных принципов, закрепленных в публичном документе, например в конституции «Арсагеры». Контроль в соответствии с иерархией власти акционерного общества: акционеры – совет директоров – исполнительный менеджмент. Полная информационная прозрачность этого процесса позволит обеспечить механизм отрицательной обратной

связи посредством неограниченного круга лиц (краудсорсинг).

6. Снижение транзакционных издержек (ТИ) фондов (по сути, потерь доходности) до минимальных значений. Критически важные размеры ТИ: 0,5% для фондов, использующих исключительно долговые инструменты, и 1% для фондов с долевыми инструментами. Такой уровень потерь позволит получить преимущество над самостоятельным инвестированием (за счет налогов) и бороться с индексной системой управления в аналогичных условиях. Необходимо добиться низкой стоимости работы механизма аналитической поддержки управления портфелями фондов. Для этого требуются технологичность обработки информации, четкая формализация системы вычисления потенциальной доходности активов, ротация направлений деятельности между специалистами (взаимозаменяемость), высокая производительность труда сотрудников с высокой квалификацией, но без зависимости от наличия у них исключительных способностей. Гении-управляющие не нужны (аналогично формализации системы индексного управления), но в нашем случае упор делается на экономический базис и аксиомы здравого смысла.
7. Ориентация на «умного» клиента, осуществляющего регулярные инвестиции. Нет необходимости концентрироваться и зависеть исключительно от состоятельных (богатых) клиентов (с ними бизнес может развиваться хаотично, ненадежно – на удачу). Наш пайщик – регулярный инвестор, четко понимающий цели инвестирования в ценные бумаги и возможную отдачу от таких инструментов сбережения, не ждущий чудес от управляющего и обогащения с «трех копеек» на миллион. Он не гонится за максимальной доходностью, но в долгосрочном периоде, скорее всего, получит превосходный результат инвестирования. Такие клиенты осознают, что:
 - необходимый для жизни без трудовой деятельности капитал создается значительным объемом вложенных средств;
 - инвестирование осуществляется в течение долгосрочного периода, так как в большинстве случаев отсутствует возможность вложить большой капитал одномоментно;
 - цель может быть достигнута и при помощи инструмента сбережений – депозита, акции – лишь способ решить эту же задачу быстрее в долгосрочном периоде за счет дополнительных 3-5% годовых, но необходимо учитывать и мириться с особенностями, присущими такому инструменту, как акции.

Состоятельными с помощью сбережений становятся последовательные, дисциплинированные (обладающие способностью усмирять свои потребности) и трудолюбивые люди. Например, семья, осуществляющая ежемесячные инвестиции в фонд в размере 9 000 руб. в течение 10 лет со среднегодовой доходностью 12% накопила бы сумму капитала более

2 млн руб. (сейчас средняя семья имеет сбережения в размере 200 тыс. руб.). 10 000 таких клиентов дают капитал в управлении более 20 млрд руб.

8. Информационная политика и позиционирование.

- Позиционирование в качестве управляющего, использующего исключительно разумный и рациональный подход. Вызов модным и, как следствие, рефлексивным тенденциям в нашей отрасли: отраслевым фондам, криптовалютам, «перспективным» компаниям будущего и т.п. Смелый, открытый и честный ответ текущим трендам популярности индексного инвестирования, освещение слабых мест и тупиковости такого подхода, но при этом конкуренция по стоимости услуг, как по наиболее важному аспекту процесса инвестирования.
- Позиционирование услуги доверительного управления, а не услуги гения-управляющего (по аналогии с индексным подходом, где нет гениальности и высокого искусства управления со стороны конкретного специалиста, а также секретного и уникального способа принятия решений). Долгосрочность предоставления услуги основывается на формализованной системе управления капиталом, а не на конкретных личностях (люди приходят и уходят, а качество услуги не меняется).
- Иные критерии и периоды оценки качества управления. Ориентация на прирост ценности вложений – стоимость будет следствием. При этом темпы прироста имеют обоснованный экономический характер. Бессмысленность сравнения с результатом инвестиционных хайпов и модных трендов. Фонд гарантированно не будет в числе лучших в ежегодных рейтингах – там будут счастливицы или отраслевики. Невозможность идеального развития событий из-за крайности колебаний стоимости активов вследствие рефлексивности участников рынка, отсутствие максимальной или даже очень высокой доходности, которая в принципе была бы возможна к получению. Результат будет медленно проявляться в долгосрочном периоде с незначительным среднегодовым отклонением доходности от среднерыночного результата (по аналогии с эффективностью индексного фонда).
- Отсутствие гарантии результата есть лишь гарантия определенных стандартов деятельности. Результат – следствие процесса. Привлечение клиентов, понимающих важность правильной организации процесса управления капиталом и разделяющих инвестиционную идеологию компании Арсагера. Клиенты платят за рациональное отношение к своим деньгам и монотонный труд в соответствии с утвержденным подходом и способом принятия решений.
- Защита от негативного информационного давления в неудачные периоды. Стойкость и спокойствие при сравнении с результатами иррациональных рыночных явлений. Способность сохранять последовательность и приверженность принципам.

14.9. Актуализация портфеля: доводы и следствия

*Течение времени - это изменяемые сущности с неизменной сутью...
Текущий мир всегда несовершенен, но он совершенствуется во времени...*



В течение многих лет мы снова и снова задумывались об услуге доверительного управления (ДУ): о форме, смысле, характеристиках, без которых невозможно ее существование. Ранее мы рассматривали состав и условия, при которых услуга ДУ приносит пользу и обществу, и отдельному человеку. Постараемся объяснить, что есть ДУ с течением времени в условиях меняющегося мира и какова эффективность этой деятельности.

Для начала мы хотели бы ввести в обиход новый термин в области управления активами – **актуализация портфеля**. В основном мы будем говорить об актуализации портфеля ценных бумаг.

Согласно Википедии, «Актуальность – это важность, значительность чего-либо для настоящего момента». В отношении активов в наборе характеристик присутствуют и такие свойства, как востребованность и ценность в будущем, иначе к этому не было бы интереса в настоящем. Актуализация позволяет владеть набором активов, соответствующим данному этапу развития человечества с прицелом на будущее изменение реалий мира.

Актуализация – это реализация действий в соответствии с определенными методиками и алгоритмами, направленными на поддержание состава и структуры портфеля активов в рамках заданных критериев риска. Очевидно, со временем в процессе актуализации происходит изменение состава (набора активов) и структуры (доли конкретных активов) портфеля. Изменение портфеля можно рассматривать только через призму изменения доли. Действительно, любой портфель содержит все имеющиеся активы на рынке, только часть из них имеет долю, равную нулю. В рамках системы управления капиталом компании Арсагера структура портфеля – это следствие потенциальной доходности активов и лимитов, вытекающих из современного соотношения стоимости активов, причиной которому являются предпочтения инвесторов и степень влияния самих компаний.

Как следствие, доверительное управление активами есть деятельность в рамках актуализации портфеля.

Актуализация включает в себя три основных блока функций.



1. Мониторинг и риск-менеджмент

Периодическое ранжирование активов есть не что иное, как реакция на фактическую актуализацию мира: мониторинг количественных критериев происходящих изменений, силы и масштаба явлений, определение границ поля деятельности (подробнее см. «Система управления капиталом: принципы ранжирования активов и виды операций»).

В последующем в этом блоке осуществляется контроль соблюдения ограничений и оценка результатов в сравнении со среднерыночными показателями (подробнее см. «Система управления капиталом: общие принципы»).

2. Определение и поддержание состава и структуры портфеля активов

Аналитический блок: непрерывный расчет потенциальной доходности активов с учетом всей имеющейся на текущий момент информации.

Операционный блок: формирование, а затем ежедневное поддержание структуры портфеля активов с учетом потенциальной доходности каждого актива и ограничений, налагаемых системой риск-менеджмента (подробнее см. «Как инвестировать в акции, используя потенциальную доходность?»).

3. Реализация прав и выполнение обязанностей, вытекающих из состава имущества, юридическая защита сделанных инвестиций

В рамках этих функций обеспечивается сохранность активов (учет и хранение), уплата налогов, реализация прав собственника (голосование, вынесение вопросов в повестку ОСА, работа в советах директоров и пр.), отпор некорректным действиям в отношении имущества, находящегося в управлении (см. «Место и роль компаний, управляющих капиталом, в экономике»).

Рассмотрим, согласно трем описанным выше блокам функций, столь популярную систему актуализации портфеля как индексное управление.

Во-первых, любой индексный фонд с заданной периодичностью осуществляет ранжирование активов в соответствии с определенным набором критериев (размер оборота, капитализация фри-флоата и т.п.), исходя из этих критериев формируются доли конкретных акций (или других активов) в составе портфеля. В последующем и состав, и доли в портфеле фактически определяются другими участниками торгов, а также самим индексным фондом в зависимости от вводов/выводов денежных средств (элемент рекурсивности). Таким образом, соблюдаются и ограничения в соответствии с системой лимитов. Бонусом такого аутсорсинга также является отсутствие отклонения от среднерыночного результата, так как результат индексного фонда и используется как бенчмарк (см. «Индексный фонд. Выбор и смысл»).

Во-вторых, аналитическая деятельность в такой системе управления (актуализации) отсутствует. По сути, она также передана на аутсорсинг сторонним участникам или (при преобладающем влиянии индексных фондов) носит рефлексивный характер, не имеющий к фундаментально обоснованному принятию решений никакого отношения. Поддержание лимитов отчасти также передано на аутсорсинг игрокам, задающим цены активов в текущий момент. Осознанным действием в рамках деятельности по поддержанию лимитов является лишь распределение приходящих/уходящих в/из фонда денежных средств и перегруппировка состава портфеля в соответствии с результатами прошедших торгов за определенный период (в зависимости от периодичности определения состава индекса). Стиль действий носит формальный, технический характер.

В-третьих, стандартное использование инфраструктуры владения активами и учета прав. Но полное игнорирование прав и возможностей, которые дают, например, акции, входящие в состав фонда (голосование, вхождение в состав советов директоров и т.п.). Также полное игнорирование участия в корпоративных процедурах (обратный выкуп, оферты, IPO и пр.).

Юридическая защита полностью зависит от сторонних сил: финансового регулятора (центральный банк, комиссия по ценным бумагам и т.п.), активных акционеров, ассоциаций по защите прав инвесторов и др. Основной способ решения проблем – «голосование ногами».

Практика доказывает, что актуализация портфеля необходима и неизбежна. Концепция неизменчивости мира несостоятельна. Появляются новые сферы жизни общества, новые продукты и услуги, как следствие, возникают новые бизнесы. Ряд старых бизнесов исчезает или меняется степень их влияния на жизнь человека. Если рассмотреть на долгосрочном периоде составы основных индексов, то выяснится, что за определенный срок структура индексного портфеля практически полностью меняется. Поэтому будет неправильным однажды сформировать портфель и не менять его структуру. Будет большим везением сохранение его актуальности, и, как следствие, ценности на больших сроках. И если с отдельно взятой акцией может повезти, то диверсифицированный портфель активов абсолютно точно столкнется с проблемами потери ценности.

В условиях ограниченного влияния индексное инвестирование, несмотря на простоту (а в чем-то даже цинизм), – достаточно эффективное следование изменчивости человеческих предпочтений как с точки зрения востребованности результатов работы отдельных средств производства (бизнесов), так и с точки зрения желания владеть определенными правами (акции и прочие активы) на эти средства производства. Качество такой актуализации никогда не уступит среднерыночному результату, а за счет минимальных транзакционных издержек (ТИ) обыгрывает 80% участников рынка (подробнее см. «Стратегическая инвестиционная идеология»).

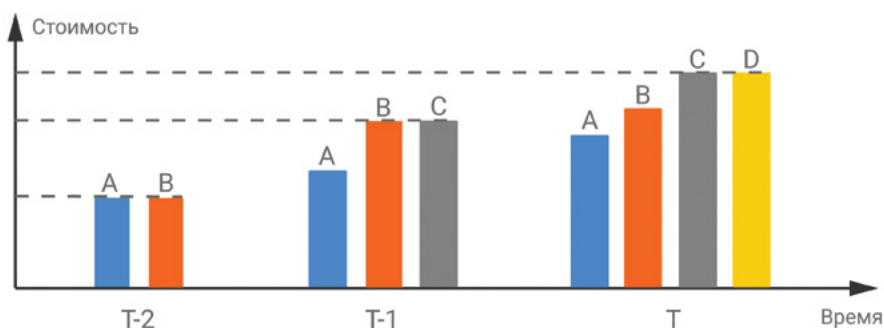
На сегодняшний день основным видом предоставления услуги доверительного управления в мире является паевой инвестиционный фонд (ПИФ) или его аналоги. В этом случае в комплект услуги доверительного управления помимо актуализации входит льготный налоговый режим, который автоматически возникает у пайщика (подробнее в материале «Налогообложение операций с паями паевых инвестиционных фондов»). Таким образом, в случае сотрудничества с управляющей компанией клиент покупает деятельность по актуализации портфеля и льготный налоговый режим. Далее ему необходимо оценить результат актуализации (качество алгоритма и аккуратность его исполнения) и преимущество налогового режима, а потом сопоставить со стоимостью услуги доверительного управления. Помощь в этом исследовании окажут среднестатистическая доходность того или иного актива (включая депозит) и результаты индексного фонда с минимальными ТИ (см. «Транзакционные издержки и их влияние на результат инвестирования. Формула стоимости услуг доверительного управления»).

Учитывая сроки накопления финансового капитала (инвестирование, как правило, осуществляется в течение всей трудовой деятельности), услуга доверительного управления может носить долгосрочный характер. Важно

понимать, какие результаты приносит актуализация портфеля. Клиент должен видеть разницу в стоимости имущества без деятельности управляющего по сравнению с регулярными долгосрочными действиями в рамках алгоритма актуализации. Необходима визуализация размеров преимуществ: налоги и результаты актуализации (изменение, поддержание, соответствие изменяющемуся миру) в сравнении с портфелем активов, отданному на самотек и хаос.

Эффективность актуализации можно посчитать по любой системе управления капиталом, включая индексное управление. Фактически необходимо сравнить стоимость портфеля активов по прошлой структуре, но по ценам в настоящем со стоимостью текущего портфеля. Естественно, разница в стоимости возникнет только при отличии структуры текущего портфеля от прошлого. Поэтому ключевыми точками на шкале времени являются моменты изменения структуры портфеля активов.

Графически это может выглядеть следующим образом.



В какой-то момент времени T-2 произошло изменение структуры портфеля A на структуру B. Очевидно, что в день этой операции стоимость этих портфелей практически идентична, но далее отличающаяся часть структуры этих портфелей изменяется неодинаково, что и приводит к разной стоимости между портфелями A и B в момент времени T-1. Изменение стоимости акций состоит всегда из двух компонентов: курсовой динамики и выплачиваемых дивидендов. Так как фактический портфель к моменту времени T-1 только портфель B, то стоимость портфеля A на эту дату необходимо вычислить как гипотетическую. Для этого нужно взять цены активов (из структуры портфеля A) на момент времени T-1 и учесть выплаченные дивиденды. Результатом актуализации портфеля будет разница стоимости текущего и виртуального портфелей:

$$\Delta A = P_{T-1}^B - P_{T-1}^A$$

Любое изменение структуры портфеля оставляет след в истории. Где-то в параллельной реальности существует виртуальный портфель, обладающий стоимостью по фактическим (текущим) ценам. Таким образом, результат актуализации портфеля можно вычислить на абсолютно любом отрезке

времени: есть фактическая структура портфеля и та, которая была на определенную дату. Совершенно неважно, сколько изменений структуры портфеля было в оцениваемом периоде, важен итог. На рисунке хорошо видно, что можно сравнить на момент времени T результат портфеля A и с результатом портфеля B, и с результатом портфеля C, ну а по факту текущим портфелем уже становится D. Стоит отметить, что на рисунке изображена ситуация, когда актуализация (изменение структуры в соответствии с определенной системой управления капиталом) приводит к положительному приросту стоимости портфеля, на практике результаты могут быть и другими. Важно, какой результат вырисовывается на долгосрочном окне. В этой связи интересно было бы посмотреть результат актуализации индексного фонда, особенно за несколько десятков лет. При этом следует отметить, что если какая-либо компания, акции которой были популярны когда-либо и входили в состав индекса, обанкротилась, а стоимость ее акций превратилась в ноль, то и соответствующая позиция в той структуре портфеля на текущий момент превратится в ноль.

Фактически актуализация у любого инвестора начинается с портфеля, в котором одно вложение – деньги. Далее начинаются итерации, естественно, первая и самая масштабная – распределение денежных средств по некоторому количеству активов, затем интенсивность актуализации, как правило, падает.

Необходимо отметить, что на практике качество актуализации портфеля не будет идеальным – это просто невозможно. В качестве примера возьмем «обратный ход» активов в структуре индекса: в случае исключения, а затем возврата какого-то актива в состав на определенном сроке происходит потеря доходности по определению. Но не страшно не получить максимум и иметь ошибки, страшно не актуализировать портфель – в долгосрочном периоде это тупиковый путь сохранения и прироста ценности. Это равносильно управлению автомобилем без регулировки движения рулем.

Особенности работы паевого инвестиционного фонда

Паевой инвестиционный фонд – это, по сути, большой портфель активов, который принадлежит большому количеству собственников, чаще всего с неодинаковой долей владения. Свою долю можно посчитать, разделив количество паев, принадлежащих вам, на общее количество паев фонда. Структура портфеля фонда, как правило, носит диверсифицированный характер, так как существуют ограничения на максимальную долю вложения от размера фонда или, иначе говоря, от стоимости активов. В открытых паевых инвестиционных фондах (ОПИФ) предусмотрена возможность как довнесения (приобретение паев), так и изъятия (погашение паев) средств в любой рабочий день. Таким образом, подобный портфель постоянно находится под воздействием вводов/выводов, что накладывает на управляющую компанию (УК) ответственность по выполнению действий, связанных с поддержанием структуры портфеля.

Несмотря на то, что ввод/вывод осуществляется денежными средствами, фонд является владельцем натуральных активов, например акций конкретных эмитентов. Также можно утверждать, что структура каждого пая в точности повторяет структуру портфеля всего фонда. Действительно, если разделить общее количество каких-либо ценных бумаг, принадлежащих фонду, на общее количество паев, то можно получить количество этих ценных бумаг, входящих в один пай. То есть можно считать, что портфель фонда состоит из мини-портфелей каждого пая в количестве общего числа паев фонда. Это аналогия позволяет понять, почему при погашении определенного количества паев отдельно взятым пайщиком УК должна стараться реализовать под вывод ровно то имущество в натуральном выражении, которое и принадлежит этому пайщику посредством владения паев. Тогда не будут ущемлены права других пайщиков, а также сохранится структура портфеля фонда и каждого пая в отдельности. Аналогичным образом нужно поступать и при вводе средств. На практике ситуация несколько сложнее, но в целом УК должна придерживаться логики, описанной выше. Мы в компании Арсагера очень внимательно следим за такими негласными «правами» наших пайщиков, а структура пая в конкретных ценных бумагах носит название «натуральный пай».

Операции с активами фонда можно условно разделить на два типа: перекладка и ребалансировка. Перекладкой можно считать операцию продажи одного или нескольких активов и приобретение одного или нескольких новых. Ребалансировкой считается операция приведения текущих долей активов в соответствие с лимитами, определенными в инвестиционной декларации фонда или других внутренних документах управляющей компании.

Очевидно, что изначально портфель активов формируется посредством освоения денежных средств (можно сказать перекладки денег) в конкретные ценные бумаги. В дальнейшем доли приобретенных активов начинают меняться из-за разной курсовой динамики. Если бы динамика была одинаковой, то доли не менялись бы, но на практике такое невозможно. Учитывая некоторую погрешность размеров доли (мы это называем шероховатостью), необходимо проводить ребалансировку, то есть сокращать количество акций эмитентов с хорошей динамикой в пользу акций с худшей динамикой таким образом, чтобы установленные доли сохранялись. В УК Арсагера мы это называем «подрезать» и «долимитить».

Следует отметить, что существуют ситуации, при которых грань между перекладкой и ребалансировкой размыта. Например, в результате очередного ранжирования (см. «Система управления капиталом: принципы ранжирования активов и виды операций») произошло изменение разрешенных долей эмитентов, входящих в состав фонда, вследствие чего акции одного эмитента частично должны быть проданы (на размер уменьшения доли), а другого докуплены на размер увеличения доли. К чему эта операция ближе – к ребалансировке или к перекладке? Для целей управления портфелем это не очень важно, в конце концов, результат такой актуализации в последующем можно будет оценить.

Любопытно, но в индексном фонде ребалансировка практически отсутствует. Есть перекладки – изменение структуры индекса: включение/исключение эмитентов в/из состава индекса. Либо пограничные операции – изменение долей в результате пересмотра структуры индекса, в том числе при принудительном ограничении максимальной доли одного эмитента. В периодах же между формальными процедурами пересмотра структуры индекса индексное управление подразумевает плавающие лимиты из-за курсовой динамики ценных бумаг.

Почему для нас очень важно ежедневно соблюдать лимиты в открытом фонде? Если у фонда каждый рабочий день может появиться новый владелец паев, то на стоимость капитала этого человека не оказывает влияния прошлая динамика активов, наполняющих фонд, соответственно, необходимо рассматривать такого пайщика как только начинающего инвестирование и формирующего свой портфель с нуля. Купили бы вы в таком случае какой-нибудь сильно выросший актив в увеличенной (в первую очередь из-за этого роста) доле? Вероятнее всего – нет. Ежедневное соблюдение лимитов, по нашему мнению, позволяет сделать максимально грамотным управление открытым фондом.

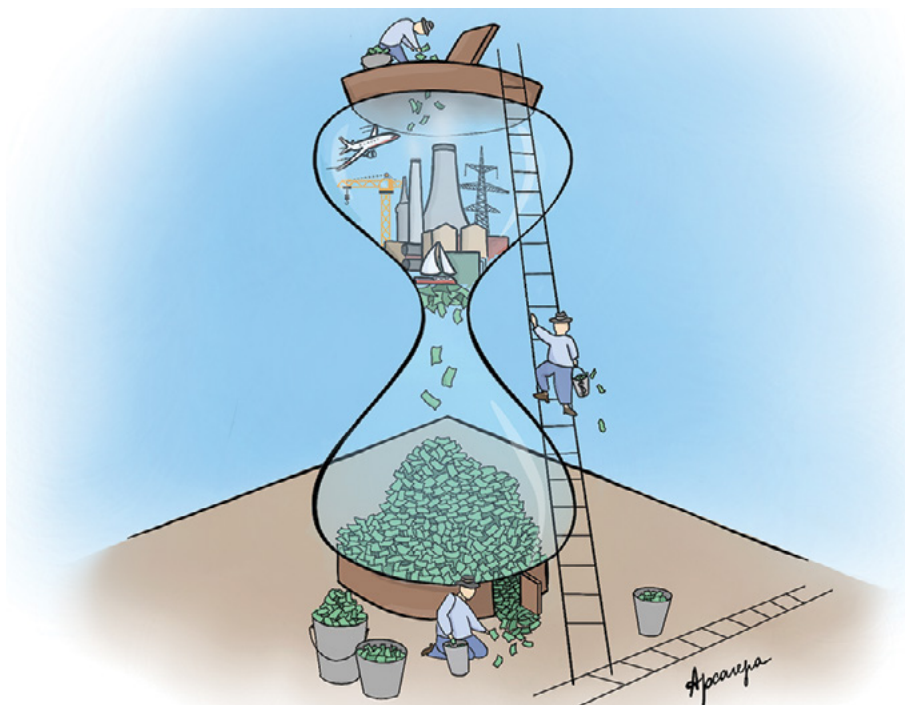
Прежде чем мы опишем алгоритм подсчета результата актуализации на примере открытого фонда, нужно отметить особенность такого вида сбережений как пай фонда.

Пай в каком-то смысле «нестареющая» (бесконечная) ценная бумага, так как она не привязана к конкретному виду бизнеса в отличие от акции или облигации. То есть в состав пая могут входить различные ценные бумаги в разное время. Бизнесы могут появляться и исчезать, а пай «сотрудничать» с ними только в определенный период. Фактически пай – это права на средства производства, не теряющие силы и актуальности. И если клиент нашел правильный способ актуализации (алгоритм, смысл, форму), заложенный в работу фонда, то можно просто в течение периода трудовой деятельности вкладывать сбережения в пай, как в универсальный вид ценной бумаги, а затем пользоваться сформированным капиталом или передать его по наследству.

Удобным является и накопление: покупаешь один вид ценных бумаг – пай (нет необходимости выбирать конкретного эмитента и следить за общей структурой портфеля), и расходование (погашаешь необходимое тебе количество паев, не задумываясь о том, как при выводе средств сохранить нужную структуру остающихся вложений) (см. «Какие налоги платит ПИФ? Как пайщику получать регулярный доход?»).

Способ расчета результата актуализации для пая

Если вернуться к описанному выше механизму демонстрации структуры каждого пая, то несложно догадаться, что при поступлении новых средств в фонд и новой выдаче паев изменение структуры пая не произойдет только в случае, если на поступившие денежные средства будут приобретены уже присутствующие в фонде активы точно в соответствии с текущей пропорцией.



На практике такое встречается крайне редко (даже в индексных фондах). Действительно, если в фонд с размером СЧА в 1 млрд руб. поступит 1 млн руб., то скорее всего на эту сумму будет докуплен один или несколько эмитентов, лимиты по которым «просели» в этот торговый день. Но если рассмотреть в этот момент структуру отдельно взятого пая такого фонда, то она изменится – количество купленных активов увеличится, а остальных, пусть и незначительно, сократится, то есть произойдет ребалансировка в портфеле. Подобные вещи происходят со структурой пая и при выводе средств – в результате погашения паев.

Таким образом, если сравнивать структуру пая каждый день, то можно видеть какие операции осуществлялись в портфеле каждого пайщика (их портфели отличаются только количеством паев, а не структурой). На каждый день работы фонда можно посчитать и зафиксировать натуральный пай, и эта информация не зависит ни от количества пайщиков, ни от размера фонда, ни от вводов/выводов. С помощью такого подхода и описанного ниже алгоритма полностью решается проблема оценки результата управления для портфеля, в котором происходят и будут происходить вводы/выводы, даже если у него всего один собственник. Действительно, и для индивидуального портфеля нужно создать виртуальный фонд (со стартовым количеством паев) – при доведении средств выдавать пай, а при изъятии погашать, ведя ежедневный учет структуры и стоимости пая, а также количества паев.

Например, чтобы оценить результат актуализации за определенный период времени для фонда акций, достаточно просто взять натуральный пай на начало периода, учесть выплаченные за этот период дивиденды на количество бумаг, входивших в состав пая, взять актуальные котировки акций и вычислить стоимость пая прошлой структуры на конец периода. Для сравнения полученной стоимости пая с фактической стоимостью пая на конец периода остается только учесть удельные расходы за функционирование фонда на один пай за оцениваемый период:

$$P_T^L = P_{T-1}^L + \sum \text{КД} + \sum \text{Div} - \text{ТИ},$$

где T-1, T – начало и конец оцениваемого периода;

P_T^L – стоимость пая прошлой структуры на конец оцениваемого периода;

P_{T-1}^L – стоимость пая прошлой структуры (в тот момент фактической) на начало оцениваемого периода;

$\sum \text{КД}$ – сумма курсовых динамик. Курсовая динамика (разница цены на конец и начало периода) акций каждого эмитента из состава пая умножается на количество акций в пае, затем все полученные результаты суммируются;

$\sum \text{Div}$ – сумма всех дивидендов, полученных и начисленных за оцениваемый период, умноженных на количество акций в пае каждого конкретного эмитента;

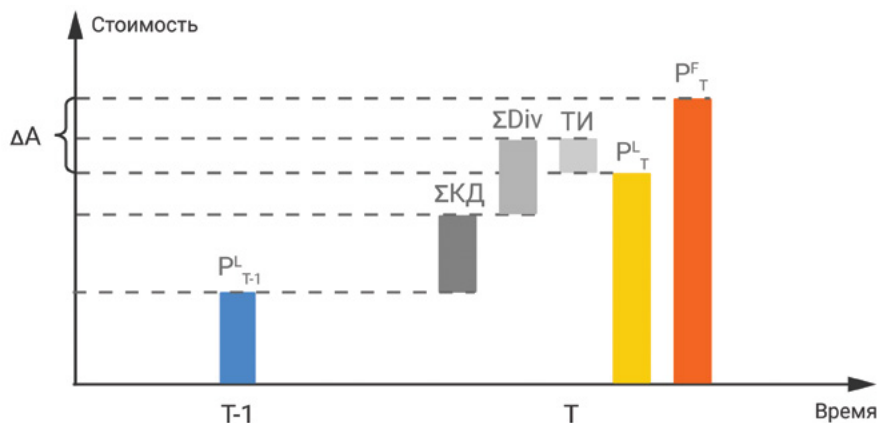
ТИ – размер всех расходов фонда за оцениваемый период в расчете на один пай.

Стоит отметить, что если дивиденды всегда увеличивают стоимость пая, а расходы всегда уменьшают, то результат курсовой динамики может быть как положительным, так отрицательным.

Так как в фактической стоимости пая (P_T^F) по определению учтены курсовая динамика, дивиденды и расходы, несложно вычислить результат актуализации:

$$\Delta A = P_T^F - P_T^L.$$

Результат актуализации можно продемонстрировать и графически:



В качестве примера покажем, какой была структура пая «Арсатера – фонд акций» и какой за этот период был получен результат актуализации портфеля фонда.

	Кол-во акций на 31.12.2015	Кол-во акций на 28.06.2019	Группа
Сбербанк России, ао		3,6119	6.1
ЛУКОЙЛ, ао	0,1493	0,1655	6.1
Газпром, ао	2,6630	3,8786	6.1
АЛРОСА, ао	3,2467	5,9836	6.1
Башнефть, ап	0,0490	0,2723	6.1
ФСК ЕЭС, ао		2418,4520	6.1
Газпром нефть, ао	1,1772	1,2923	6.1
Российские сети, ао		312,9951	6.1
ФосАгро, ао			6.1
ММК, ао	9,6657		6.1
Татнефть, ап	0,9414		6.1
МТС, ао	0,9939		6.1
НЛМК, ао	0,3268		6.1
Сургутнефтегаз, ао	7,5140		6.1
Акрон, ао		0,0557	6.2
Аэрофлот, ао	2,1013	2,8617	6.2
Группа ЛСР, ао	0,1873	0,3671	6.2
АФК Система, ао	10,3653	26,6574	6.2
ОГК-2, ао	486,4464	477,8236	6.2
Нижнекамскнефтехим, ап	5,0581	3,9982	6.2
Трубная металлургическая компания, ао	1,7767		6.2
Мосэнерго, ао	144,1225		6.2
М.Видео, ао	0,4227		6.2
Башнефть, ао	0,0431		6.2
Энел Россия, ао	122,3903	220,2993	6.3
Мечел, ап	2,6476	1,9437	6.3
МРСК Центра и Приволжья, ао		917,1315	6.3
МОСТОТРЕСТ, ао		2,8186	6.3
ПРОТЕК, ао		2,2147	6.3
Банк Санкт-Петербург, ао	2,0908	3,4270	6.3
МРСК Волги, ао		1869,0238	6.3
МРСК Центра, ао		590,5400	6.3
МОЭСК, ао			6.3

	Кол-во акций на 31.12.2015	Кол-во акций на 28.06.2019	Группа
ТГК-1, ао	19578,1385		6.3
ЧМК, ао	0,0225	0,0627	6.4
Открытые инвестиции, ао	0,3763		6.4
Денежные средства, руб.	134,3095	28,4981	
Кредиторская задолженность, руб	12,0271	34,8740	
Дебиторская задолженность, руб.	0,0444	153,0730	
Стоимость пая, руб.	3 727,24	8 738,13	
Гипотетическая цена пая (P_T^L), руб., в т.ч.:		7 545,29	
Курсовая динамика ($\Sigma KД$), руб.		3 132,50	
Дивиденды (ΣDiv), руб.		1 230,83	
Расходы (ТИ), руб.		545,28	
Гипотетич. цена пая без ТИ ($P_T^L + ТИ$), руб.		8 090,57	
Результат Актуализации (ΔA), руб. на пай		1 192,84	

Поясним информацию, приведенную в таблице.

Внимательный читатель сразу увидит, какие акции покинули портфель, а какие пришли на смену. Также бросаются в глаза пустые позиции по ряду эмитентов и на начало, и на конец периода, означающие, что акции данного эмитента успели побывать в портфеле внутри рассматриваемого периода. Несложно заметить, что по большинству эмитентов, присутствующих и в прошлой, и в фактической структуре портфеля, количество акций увеличилось. Как правило, именно таким образом проявляется реинвестиция дивидендов, полученных за рассматриваемый период. Но есть и еще одна особенность, с которой мы столкнулись уже на практике. Этой особенности мы планируем посвятить отдельную статью, и связана она с эффектами, которые возникают при ежедневной работе, связанной с поддержанием лимитов.

Нам очень приятно видеть, насколько существенным оказался результат актуализации за прошедшие три с половиной года. Каждый пайщик получил больше одной тысячи рублей (1 193 руб.) дополнительного дохода на пай. Общую сумму преимущества от деятельности компании можно вычислить перемножением принадлежащих вам паев на результат актуализации (ΔA). Даже если бы фонд со структурой активов от 31.12.2015 г. существовал следующие 3,5 года полностью без расходов (депозитарий, биржа, брокер, управляющая компания работали бы бесплатно), он не смог бы превзойти полученный результат. Действительно, расходы фонда составили 545 руб., а результат актуализации 1 193 руб.

На практике алгоритм и методика подсчета результата актуализации портфеля фонда несколько сложнее, так как нам важно вычислить

результат отдельных перекладок, а также ребалансировок за определенный период, в этом его ключевое отличие от методики MARQ (подробнее об этой методике см. «MARQ – оценка качества управления капиталом»). Таким образом, можно будет увидеть, какую долю в общем результате актуализации занимает та или иная операция. Это необходимо для дальнейшего совершенствования системы управления капиталом, применяемой в УК Арсагера.

В целом всю систему оценки результата актуализации мы назвали **«ALAMP – Arsagera Light on Asset Management Performance»**.

В последующем в рамках ежеквартальной отчетности для пайщиков мы создадим раздел, посвященный результатам актуализации по системе ALAMP.

Выводы

- Актуализация портфеля необходима, мир не стоит на месте. Шанс сохранить и преумножить ценность портфеля активов без фундаментально обоснованных изменений невелик.
- Хорошая услуга по доверительному управлению – это понятная клиентам, максимально формализованная и фундаментально обоснованная система управления капиталом (алгоритм актуализации) за минимально возможное вознаграждение. .
- Размер вознаграждения должен быть в разы меньше среднестатистической реальной доходности активов, с которыми работает тот или иной фонд. Это необходимо, чтобы у клиентов не возникало рисков «проедания» результата, а сотрудничество с управляющей компанией носило рациональный характер. Следует помнить, что актуализация при определенной стоимости услуг может стать бессмысленной для клиента, особенно при наличии альтернатив.
- Будучи клиентом, хотели бы вы, чтобы актуализация осуществлялась не согласно формализованному алгоритму (с заложенным в нем физическим и экономическим смыслом), а в соответствии с личными взглядами некоего человека, которые, скорее всего, будут меняться в течение жизни фонда?
- Актуализация от Арсагеры четко определена, описана и не зависит от отдельного человека (подробнее см. «Система управления капиталом: общие принципы» и приложения), существует система мониторинга, позволяющая отслеживать последовательность УК в этом отношении (подробнее см. «Какая отчетность должна быть у каждого инвестора?»).
- Необходимо создать систему мониторинга результатов актуализации, максимально визуализировать эффекты и копировать статистику как долгосрочных, так и краткосрочных окон. У каждого фонда, помимо трекрекордса (истории) стоимости паев и их сравнения с результатами бенчмарков, должен быть трекрекордс результатов актуализации, тогда и станет очевидной целесообразность сотрудничества с УК.

14.10. Как мы прогнозируем экономические показатели деятельности компаний

В данном материале речь пойдет о том, как специалисты управляющей компании Арсагера прогнозируют экономику компаний, акции которых обращаются на фондовом рынке, и на что стоит обращать внимание при чтении финансовых отчетов.

Для нас финансовая отчетность компании представляет интерес с позиции прогноза конкретных будущих экономических показателей и их трансформации в будущую курсовую стоимость и дивиденды. Мы хотим понять, какой компания планирует стать в перспективе, какую прибыль она будет генерировать для своих акционеров и какова будет стоимость акции с позиции рационального инвестора.

«Бухгалтерский баланс» и «Отчет о финансовых результатах» составляют основу отчетности эмитента. Наибольший интерес для нас представляет «отчет о финансовых результатах компании». Для нас он является основным, так как содержит сведения о двух из трех прогнозируемых показателей, а именно о выручке и чистой прибыли. Именно на базе этого документа мы строим сердцевину модели оценки компании, откуда прогнозные показатели выручки, чистой прибыли и собственного капитала подставляются в формулу расчета потенциальной доходности и ставки владения.

Начнем с выручки. Проследив изменения в ее истории и структуре, мы приступаем к прогнозированию. Базой для прогнозирования выручки является прогноз операционных показателей компании. При прогнозе мы опираемся на фактические данные, которые могут предоставляться самой компанией, либо публиковаться в специальных отраслевых ресурсах.

Средние цены реализации товаров и услуг являются еще одной важной группой данных для прогнозирования выручки. Они также могут системно раскрываться компанией, а могут быть получены обратным способом – в виде частного от деления выручки в предыдущие периоды на объем реализации товаров и услуг. В последнем случае необходимо убедиться в сопоставимости финансовой и операционной отчетностей.

Прогнозирование будущих объемов производства осуществляется на основании планов компании по изменению мощностей, выпуска новых видов продукции и иных сведений. При прогнозе выручки мы стараемся избегать механистического подхода и пытаемся объективно взглянуть на планы компании. Аналитик оценивает в целом ситуацию в мире, отрасли, экономике России и только после этого приходит к выводу о степени реалистичности будущих планов эмитента.

Прогнозирование будущих цен на товары и услуги может осуществляться исходя из прогнозных векторов по биржевым или родственным им товарам, темпов инфляции, взаимосвязи с макроэкономическими показателями и показателями

развития соответствующих отраслевых рынков. В зависимости от специфики эмитента может применяться сводный или посегментный прогноз.

При оценке холдингов и многосегментных компаний из прогноза консолидированной выручки нужно исключить межсегментные расчеты, чтобы избежать повторного счета.

Полученную линейку прогнозных выручек мы критически осмысливаем, особенно если внутри прогнозного периода наблюдаются существенные изменения выручки. Нужно четко понимать, за счет чего компания за короткий период способна кардинально изменить этот показатель.

Себестоимость – это следующий показатель, подлежащий прогнозу. Наша задача – отталкиваясь от исторических значений, спрогнозировать будущую себестоимость компании. Существует два основных способа – постатейный прогноз и прогноз ее доли от выручки.

Прогноз себестоимости как доли от выручки весьма прост. Опираясь на исторические данные, мы можем обнаружить достаточно устойчивое соотношение себестоимости и выручки. Если нет оснований прогнозировать существенные изменения этого соотношения в будущем, мы можем экстраполировать его при построении модели. Такой способ может использоваться при оценке так называемых компаний-маржевиков (розничные сети, нефтепереработка и сбыт нефтепродуктов), а также компаний, не раскрывающих структуру себестоимости.

Постатейный прогноз себестоимости может дать более точный результат. В этом случае требуется проверить итоговые значения себестоимости и соотнести их с выручкой. При наличии сильных отклонений от значений предыдущих периодов мы возвращаемся к постатейному прогнозу и пытаемся еще раз проверить его на здравый смысл.

Также при постатейном прогнозировании себестоимости нужно обращать внимание на характер статей (постоянные, переменные), что позволит осуществить корректную привязку их динамики к динамике выручки, объемов производства, инфляции.

При прогнозировании таких статей себестоимости как «Сырье и материалы», «Топливо и электроэнергия» нужно убедиться в целесообразности применения прогнозируемых нами векторов цен на биржевые товары и электроэнергию. Вполне возможно, что при анализе некоторых эмитентов такой закономерности не будет, например, если компания имеет собственные мощности или специальные условия контрактов на поставку. Дополнительные сведения об этом могут содержаться в ежеквартальном отчете эмитента в разделе «Материалы, товары и поставщики эмитента», где указаны виды материалов и сырья, по которым наблюдался наибольший рост цен.

При прогнозировании статьи «ФОТ – фонд оплаты труда» необходимо учитывать возможное сокращение персонала или его дополнительный наем в связи с программами оптимизации численности персонала или расширения

производства.

Следует помнить, что наличие в компании программы капитальных вложений может быть использовано для прогнозирования будущей величины основных средств и, как следствие, амортизации. При прогнозировании будущей стоимости основных средств может быть использована пропорция величины капитальных вложений и изменения основных средств на основании ретроспективных данных.

При прогнозировании коммерческих и управленческих расходов следует помнить, что в стабильной компании они очень хорошо коррелируют с выручкой. Однако при резких скачках выручки доля этих расходов может существенно меняться. При росте выручки их доля в ней, как правило, снижается; при снижении выручки – может расти (особенно это касается управленческих расходов). Здесь стоит делать поправки на возможные скачки таких расходов, как, например, расходы на IPO; расходы, связанные с началом реализации новых видов продукции; наличие экспортных пошлин и т. п.

Прочие доходы и расходы могут оказать существенное влияние на итоговый показатель прибыли. При анализе прочих доходов и расходов крупные единовременные доходы и расходы используются при прогнозе чистой прибыли текущего периода, но обязательно исключаются для целей прогнозирования будущей стабильной прибыли (реализация активов, начисление резервов и т. д.). При этом необходимо понимать, что однажды созданный резерв может быть распушен в будущем, что способно сказаться на чистой прибыли будущих лет.

Величина долга прогнозируется исходя из фактических объемов в базовом периоде и планов компании по изменению своего долгового бремени. Эти планы мы подвергаем критической оценке. В частности, компаниям с высокой долговой нагрузкой сложнее привлекать новые займы, а эффективная ставка по их обслуживанию может оказаться выше средних ставок на рынке. В этой связи важным представляется уровень показателя (Чистый Долг/ Собственный Капитал).

Существенное значение имеет и дюрация долга, которая может указывать на необходимость рефинансирования или даже замещения долгового финансирования долевым.

Наконец, величина чистой прибыли может указывать на способность компании обслуживать свои платежи. Собрав все воедино, мы можем составить предполагаемый график изменения долга компании. Добавив к этому прогнозы вектора процентных ставок, можно сделать вывод относительно будущих ежегодных процентов к уплате.

В ряде случаев эффективная ставка по выданным кредитам существенно отличается от среднерыночных. Это может объясняться не только внутрифирменными займами, но и субсидированием государством части

выплачиваемых компанией процентов.

Структура долга в разрезе валют заимствования может дать информацию относительно прогноза курсовых разниц. Они начисляются как по валютным пассивам, так и по валютным активам. В отдельных компаниях валютные активы могут составлять существенные суммы, поэтому для них имеет смысл исследовать в ретроспективе данные о финансовых вложениях, остатках денежных средств и доле, которую занимает в них валютная часть.

Если в составе финансовых активов есть публичные инструменты с биржевой котировкой, то мы прикладываем максимум усилий для прогнозирования их будущих цен и, как следствие, их будущей переоценке. Несмотря на то, что до момента продажи переоценка финансовых активов не отражается в составе отчета о финансовых результатах, в отдельных случаях в модели могут учитываться будущие доходы от финансовых вложений в виде их ежегодной переоценки.

Если в компании существуют значительные финансовые активы, то мы стараемся отдельно прогнозировать процентный доход на эти вложения. Наличие значительных краткосрочных финансовых вложений и кэша на фоне высокой чистой прибыли и умеренных капитальных вложений может быть предвестником значительных дивидендных выплат.

При прогнозировании налоговой ставки следует учитывать отраслевую и региональную специфику (некоторые отрасли и субъекты Российской Федерации могут иметь специальный налоговый режим). Также на итоговый показатель чистой прибыли могут влиять отложенные налоговые активы и обязательства, а также доли миноритариев в дочерних компаниях эмитента.

Исследуя величину чистой прибыли в ретроспективе, мы стараемся обращать внимание на основные источники ее формирования. Если чистая прибыль была подвержена существенным колебаниям, нам нужно четко понимать, из-за чего это происходит, и критически осмыслить заложенные в модель предпосылки. Особенное внимание стоит обратить на компании, в которых главным источником формирования прибыли является неоперационная деятельность, например статьи финансовых доходов и расходов.

Бухгалтерский баланс является следующим важным документом в составе отчетности. Он характеризует имущественное и финансовое состояние организации в денежной оценке на отчетную дату. Основная информация, которую несет баланс, – данные об активах, обязательствах и собственном капитале компании.

Активы показывают, какие средства использует бизнес, а пассивы (обязательства и собственный капитал) – за счет каких источников они сформированы и в каком размере. Основное свойство отчета состоит в том, что суммарные активы всегда равны сумме обязательств и собственного капитала.

Для нас баланс компании является поставщиком фактических данных,

необходимых для прогноза собственного капитала компании, величины долга и финансовых вложений, которые впоследствии используются для прогнозирования ряда финансовых статей «Отчета о финансовых результатах». Также мы проводим его вертикальный и горизонтальный анализы, в ходе которых оцениваются удельный вес и структурная динамика отдельных групп и статей актива и пассива баланса.

В особых случаях мы строим прогноз бухгалтерского баланса, опираясь на фактический баланс и прогнозируя движение денежных средств от операционной, инвестиционной и финансовой деятельности. Такой подход мы используем, когда компания осуществляет активную инвестиционную программу, используя различные источники средств. Зная объем инвестиционной программы, можно предположить, сколько и какие источники будут задействованы, что напрямую скажется на прогнозах будущих экономических показателей компании. Если источники финансирования нам неизвестны, мы вырабатываем наиболее логичный, на наш взгляд, сценарий. Нельзя увеличивать масштабы деятельности бизнеса, не закладывая соответствующего источника его расширения.

Также этот способ используется, когда на основе фактического баланса мы строим его проформу, корректируя ряд статей для истинного представления стоимости некоторых активов компании.

При построении экономических моделей и составлении аналитических прогнозов нужно понимать, что текущая отчетность – это хорошая обратная связь, которую можно и нужно использовать для повышения качества аналитической работы.

**От каждого по способностям,
каждому по труду.**



14.11. Научные разработки и достижения

УК Арсагера неоднократно проявляла себя в различных исследованиях и открытиях в области экономической природы явлений и управления капиталом. Компанию отличает нетривиальный взгляд на общеизвестные вещи. Множество разработок уже реализовано на практике. Вот некоторые из них.

Постулаты инвестирования – девять базовых принципов, определяющих инвестиционную философию компании, лежат в основе системы управления капиталом. Они остаются неизменными и строго соблюдаются с момента основания компании в 2004 г.

Система управления капиталом основана на использовании научного подхода к принятию инвестиционных решений. Позволяет снизить зависимость от человеческого фактора в результате разделения труда и специализации исполняемых функций. Обеспечивает корректную оценку результатов и качества управления, эффективный контроль рисков, постоянное развитие и масштабируемость.

Методики инвестирования – базовые технологии компании, обеспечивающие подготовку и обоснование инвестиционных решений. Ряд методик открыт для ознакомления, в частности, прогнозирование вектора процентных ставок и вычисление ставки дисконтирования, оценка уровня корпоративного управления, прогнозирование цен на акции и стоимости недвижимости.

Arsagera Asset Certification (AAC) – система ранжирования на однородные по мере риска группы акций, облигаций, застройщиков жилой недвижимости. Методики открыты для ознакомления. Результаты ранжирования ценных бумаг ежеквартально представляются на сайте. Информация может использоваться любым заинтересованным лицом для управления рисками.

Хит-парад – формат представления информации об инвестиционной привлекательности активов, рассчитанной на основании методик инвестирования. Хит-парад регулярно раскрывается для ознакомления.

Arsagera Limit Management (ALM) – система управления диверсификацией портфеля.

Уровень диверсификации Арсагеры – показатель, который в процентах отражает пересечение портфеля по составу и структуре активов с рыночным портфелем. Под рыночным портфелем понимается гипотетический портфель, состоящий из free-float всех акций, обращающихся на рынке.

Индекс Арсагеры – расчетный индекс, который демонстрирует величину отклонения фундаментальной (расчетной) капитализации индекса МосБиржи от его фактического значения.

Оценка качества управления. Компания уделяет особое внимание этому элементу системы управления капиталом, так как это обеспечивает ее постоянное развитие. На основе технологий по управлению риском и оценке качества управления готовится и предоставляется следующая информация.

- **Бенчмарк** – позволяет корректно сравнить результаты управления с результатом, который показал фондовый рынок. Обеспечивает более точную и корректную оценку, нежели простое сравнение с индексами (МосБиржи, CBonds).
- **Measurement Arsaгera Reallocation Quality (MARQ)** – графический отчет, позволяющий оценить качество и целесообразность операций, проводимых с портфелем. Данная методика является открытой. УК Арсагера готова безвозмездно предоставить данную технологию любому финансовому институту при условии сохранения оригинального названия.
- **Клин Арсагеры** – графический отчет, позволяющий оценить взаимосвязь между результатом управления портфелем и уровнем диверсификации Арсагеры.

Arsagera Branch Deviation Index (ABDI) – отчет-диаграмма, позволяющая сравнить состав портфеля с индексом в отраслевом разрезе и оценить отклонение.

Инвестиционная декларация базируется на системе ранжирования (AAC) + ALM и позволяет осуществлять тонкие настройки меры риска через систему лимитов, устанавливаемых на активы и отдельные группы активов.

Индекс уровня корпоративного управления (КУ) рассчитывается на основе результатов оценки уровня КУ по большинству компаний, представленных на российском фондовом рынке. Ежегодно рассчитывается семейство индексов в целом по рынку, отраслям, группам риска в соответствии с AAC.

Модель управления акционерным капиталом (МУАК) – комплекс действий, позволяющий регулировать размер акционерного капитала любой публичной компании с целью максимизации рентабельности собственного капитала. Основные действия в рамках МУАК: дополнительная эмиссия акций, выплата (или невыплата) дивидендов, выкуп и погашение собственных акций. В УК Арсагера модель управления акционерным капиталом действует с 2007 года.

Биссектриса Арсагеры – график, отражающий линию справедливых рыночных цен акций, рассчитанных на основе балансовой цены акции, рентабельности бизнеса и требуемой доходности. В зависимости от фактической цены акции компании располагаются на графике относительно линии биссектрисы и попадают в определенные зоны. От того, в какую зону попали акции компании, зависят предпринимаемые ею действия в рамках модели управления акционерным капиталом (МУАК). На базе данного исследования УК Арсагера разрабатывает практические рекомендации для российских публичных компаний по внедрению и использованию МУАК, которые позволяют повысить эффективность бизнеса для акционеров.

Кодекс профессионального члена совета директоров (ПЧСД) – книга/пособие, в котором подробно рассматриваются наиболее важные вопросы

корпоративного управления акционерным обществом, раскрывается смысл действий, влияющих на эффективность компании и доходы акционеров.

Тест «Основы инвестирования» и другие акции – информационный проект УК Арсагера, нацеленный на повышение финансовой грамотности населения, в первую очередь молодежи. В рамках данного проекта компания спонсирует минимальный стартовый капитал для любознательных и трудолюбивых участников.

Блогофорум – портал фундаментальной аналитики по эмитентам, акции которых обращаются на фондовом рынке, где по итогам нашего анализа регулярно публикуется сводная информация о результатах и прогнозных показателях деятельности компаний, включая данные о потенциальной доходности акций. На этой интерактивной платформе любые заинтересованные лица могут напрямую задавать нашим аналитикам вопросы и обсуждать ситуации, касающиеся отдельных эмитентов, отраслей, товарных рынков и макроэкономики, а также критиковать и подвергать сомнению наши оценки. Этот механизм позволяет обеспечить независимую общественную проверку результатов работы нашей команды и повысить ответственность за качество аналитики.

Коллекция материалов об инвестициях и управлении личным капиталом, представленных как в текстовом, так и в видеоформате, является одной из самых обширных и информативных в Рунете.

Компания постоянно проводит научные исследования и разработки (R&D) с целью повышения качества управления.

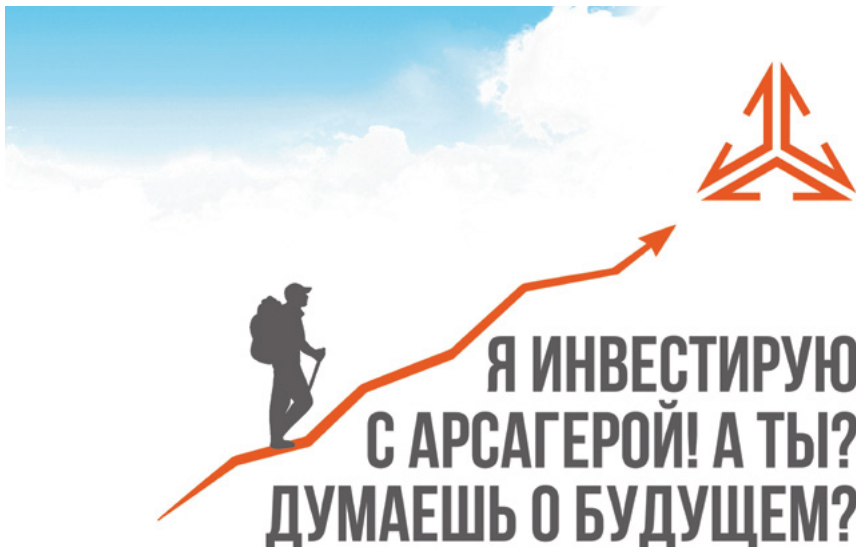
♦ В рамках курса «Аспирантура» следующим читайте материал в Приложении 2. Алгоритм и принцип определения лимитов на актив.



Видеоматериалы по теме на канале «Арсагера» в YouTube: плейлист «Лекториум».

14.12. Средства в управлении

*Мы управляем своими деньгами,
Вы можете присоединиться
и разделить с нами результат.*



Порой нас обвиняют в том, что мы пытаемся заманить людей в фонды, которыми управляем. У нас нет такой цели, мы просто даем возможность.

На главной странице нашего сайта написано:

«МЫ НЕ РАБОТАЕМ С КЛИЕНТОМ, ЕСЛИ ОН НЕ ЗНАЕТ ОСНОВ ИНВЕСТИРОВАНИЯ И НЕ РАЗДЕЛЯЕТ НАШ ПОДХОД»

Мы не заинтересованы в клиентах, которые не являются нашими единомышленниками. От них больше вреда, чем пользы! Мы даем вам возможность присоединиться! Участвовать или нет – решать вам. Нет желания или можете получить больше – просто не сотрудничайте с нами. Мы никого не обманываем и не хотим, чтобы у вас возникли неоправданные ожидания.

У нас принципиально нет активных продаж! Мы давно знаем, что нельзя привлекать людей маркетинговыми уловками, холодными звонками и хватанием за рукав. Человек должен сам разобраться в вопросе и принять осознанное решение, а вот помогать разбираться мы готовы, и готовы потратить на это столько времени, сколько потребуется.

Доверие должно быть следствием понимания того, как мы работаем и принимаем решения, а не результатом маркетинговых приемов.

Кстати, западные инвесторы постоянно задают нам вопрос о том, вкладывают ли менеджеры УК Арсагера свои деньги в фонды под управлением компании. У них принято считать, что на доходность фонда большое влияние оказывают личные инвестиции его менеджеров. Согласно их данным, управляющие, которые вложили деньги в свои фонды, получают более высокую доходность и имеют меньшие издержки. Механизм паевого фонда обеспечивает равенство результата для всех пайщиков и исключает возможность создания преимущества для одного пайщика в ущерб интересам другого.

Сотрудникам компании Арсагера запрещено вкладывать свои средства напрямую в акции, только в паи фондов, чтобы исключить конфликт интересов.

Средства в фондах по группам клиентов:

Данные по фондам на 31.12.2019	Менеджмент и сотрудники			Акционеры*			Остальные клиенты			Итого		Комиссия УК от СЧА
	Сумма, млн руб.	Доля, %	Кол-во	Сумма, млн руб.	Доля, %	Кол-во	Сумма, млн руб.	Доля, %	Кол-во	Сумма, млн руб.	Кол-во	
Арсагера – фонд акций	137,38	18,91%	12	242,03	33,32%	37	346,89	47,76%	1 198	726,29	1 247	2,50%
Арсагера – акции 6.4	68,38	15,61%	8	265,63	60,66%	26	103,90	23,73%	348	437,91	382	2,50%
Арсагера – фонд смешанных инвестиций	58,98	32,44%	7	61,70	33,94%	14	61,11	33,62%	280	181,79	301	1,50%
Арсагера – фонд облигаций КР 1.55	0,89	1,18%	6	22,12	29,36%	17	52,33	69,46%	213	75,34	236	0,50%
Арсагера – акции Мира	2,39	7,80%	3	15,54	50,78%	16	12,67	12,67%	150	30,60	169	1,00%

* Без менеджмента и сотрудников.

Информация о доле сотрудников и акционеров является обязательным атрибутом нашей ежеквартальной отчетности по фондам. Результаты управления легко проанализировать – они есть как на сайте компании, так и в независимых источниках.

Мы не можем гарантировать вам доход от инвестиций, но мы гарантируем – у нас с вами будет одинаковый результат!

Несмотря на то, что комиссии фондов УК Арсагера по российским меркам невелики, мы отдаем себе отчет в том, что по мировым стандартам они достаточно высоки. Пока затраты на функционирование компании не позволяют снизить их до целевых уровней (не более 1% от СЧА в год), но с 2016 года мы реализуем программу последовательного снижения комиссий. Уже сейчас по уровню расходов наши фонды одни из лучших в России.

Удачных вам инвестиций!

▲ Окончание курса «Школа».

Приложение. Система управления капиталом (Arsagera System of Assets Management – ASAM) в рамках портфеля ценных бумаг

Система управления капиталом – это совокупность правил и алгоритмов, позволяющая формировать и переформировывать портфель активов с целью получения дохода от вложенных денежных средств. Обязательными элементами системы управления капиталом являются:

- строго определенный в настоящем и определимый в будущем в соответствии с формализованным принципом набор видов операций и перечень активов, разрешенных к инвестированию (1);
- риск-менеджмент – существует формализованная методика определения доли (лимита) конкретного актива в случае его приобретения в портфель. Реализован контроль ее соблюдения (2);
- формализованная система расстановки приоритетов среди активов, то есть система отбора активов в портфель из всего множества активов, разрешенных к инвестированию. Понятен принцип, как будут определяться приоритеты в будущем (3);
- детерминированность структуры портфеля активов – состояние портфеля четко определено в любой момент времени (4).

Общая схема взаимодействия подразделений



За (1) и (2) отвечает Управление мониторинга и риск-менеджмента, за (3) – Аналитическое управление, за (4) – Управление портфельных инвестиций.

1. Принципы ранжирования активов и виды операций

1.1. Перечень активов, разрешенных к инвестированию

В общем случае инвестиции могут быть осуществлены в следующие виды активов: долю в бизнесе (в первую очередь посредством приобретения акций), облигации и прочие долговые инструменты, депозиты, недвижимость, товары (золото, нефть и т.п.), валюту, антиквариат или драгоценности. Других вариантов нет, так как все остальные случаи – это производные от вышеупомянутых инструментов (например, инструменты срочного рынка).

Перечисленные выше виды активов можно разделить на две большие группы:

- активы, предполагающие создание добавленной стоимости,
- активы, в которых отсутствует созидательная составляющая.

К активам, предполагающим создание добавленной стоимости, относятся:

- бизнес (акции) как организация, основной целью деятельности которой является извлечение прибыли;
- облигации и депозиты как инструмент, в котором заранее определенный денежный поток является платой за пользование заемными средствами;
- недвижимость, которая при сдаче ее в аренду приносит рентный доход, а при строительстве увеличивается в цене в результате увеличения строительной готовности.

Товары, валюта и прочие виды вложений являются активами, которые не генерируют денежный поток, поскольку сама природа этих активов не предполагает создания какой-либо добавленной стоимости.

В долгосрочной перспективе невозможно получать стабильную прибыль от игры на колебаниях стоимости активов (спекуляций). Кроме того, стоимость активов, создающих добавленную стоимость, как правило, растет быстрее, чем стоимость активов, которые добавленной стоимости не создают (см. «Производительные и непроизводительные активы»).

Приобретение или продажа производных финансовых инструментов (фьючерсы, опционы и т.п.) равносильны заключению пари, результат которого зависит от изменения базового актива. Поскольку компания Арсагера не обладает компетенцией в области прогнозирования (угадывания) цены того или иного актива на конкретную дату, а также считает, что это в принципе невозможно, в перечень активов, разрешенных к инвестированию, данные активы не включаются (см. «Кто выигрывает на срочном рынке?» и «Где шансов больше: в казино или на срочном рынке?»).

Компания Арсагера инвестирует только в активы, предполагающие создание добавленной стоимости.

1.2. Перечень разрешенных операций

К разрешенным операциям относятся: приобретение актива (без использования кредитных средств, в том числе предоставляемых брокером – «плечо»), продажа актива (без использования активов, предоставляемых брокером в долг – «шорт»). Основным риском инвестирования в таком случае является неблагоприятное изменение стоимости актива (например, вследствие нерационального поведения участников фондового рынка), но сам актив остается в портфеле.

При инвестировании с использованием «плеча» или «шорта» риски существенно возрастают, поскольку значительное неблагоприятное изменение стоимости актива может привести к его принудительной продаже или вынужденной покупке по невыгодной цене. Также при регулярном использовании «плеча» или «шорта» значительно возрастают транзакционные издержки (см. материал «Кто выигрывает на «плечах» и «шортах»? »).

1.3. Ранжирование активов

Риск и доходность – две стороны одной медали. При этом каждый инвестор стремится получить максимальную доходность при минимальном уровне риска. С целью определения риска, сопутствующего инвестициям, в компании Арсагера регулярно проводится ранжирование активов – формирование однородных по мере риска групп в рамках одной категории активов. Регулярное ранжирование активов позволяет корректно сравнивать их между собой, учитывая не только ожидаемую доходность, но и риск инвестиций. Также результат ранжирования активов являются одним из критериев для определения лимита на актив в портфеле (см. Приложение 2. Алгоритм и принцип определения лимитов на актив).

1.3.1. Ранжирование облигаций

Ранжирование облигаций формирует 12 групп активов в зависимости от категории эмитента облигаций и значений критериев, используемых при ранжировании.

В группы 5.1-5.6 входят корпоративные облигации, в группы 2.1-2.6 – облигации субъектов Российской Федерации и муниципальные облигации (первая цифра обозначает категорию активов, вторая – номер группы по уровню риска, чем он больше, тем выше риск).

Критериями при ранжировании облигаций являются кредитное качество (оценка риска своевременного осуществления выплат по ценной бумаге) и ликвидность облигационного выпуска (оценка риска возможных потерь, связанных с продажей ценных бумаг до погашения).

Для оценки кредитного качества облигационного выпуска используется оценка кредитоспособности эмитента облигаций или поручителя (оферента), в случае если поручитель (оферент) имеет обязательства как по выплате номинальной стоимости, так и по выплате купонного дохода в отношении всех бумаг

облигационного выпуска. Оценка кредитоспособности осуществляется на основании внешних оценок (рейтинги Moody's Investors Service, Standard & Poor's, Fitch Ratings) и внутренней оценки на основании разработанных в компании методик. При этом в целях ранжирования принимается худшая из оценок.

Таблица 1. Оценка кредитоспособности на основе рейтингов международных рейтинговых агентств (по состоянию на 01.01.2020)

Группы	Рейтинг по международной шкале
2.1 и 5.1	От BB+ (Ba1) и выше
2.2 и 5.2	От В+ (B1) до BB (Ba2)
2.3 и 5.3	От В- (B3) до В (B2)
2.4 и 5.4	CCC+ (Caa1)
2.5 и 5.5	CCC (Caa2)
2.6 и 5.6	CCC- (Caa3) и ниже

Для оценки ликвидности используются данные о средненежном обороте сделок с облигациями на Московской Бирже.

Таблица 2. Оценка ликвидности по средненежному обороту сделок (по состоянию на 01.01.2020).

Группы	Средненежной оборот выпуска облигаций, руб.
2.1 и 5.1	Более 5 млн
2.2 и 5.2	От 2,5 до 5 млн
2.3 и 5.3	От 1,5 до 2,5 млн
2.4 и 5.4	От 1 до 1,5 млн
2.5 и 5.5	От 500 тыс. до 1 млн
2.6 и 5.6	Менее 500 тыс.

Отнесение к группе риска происходит по худшему из критериев.

Ранжирование облигаций проводится один раз в квартал, а также может проводиться внепланово при изменении внешних оценок кредитоспособности эмитентов (поручителей, офферентов) по облигационному выпуску либо при размещении новых выпусков облигаций.

1.3.1.1. Особенности оценки кредитоспособности эмитентов корпоративных облигаций

В соответствии с методикой, разработанной в компании Арсагера, для определения кредитоспособности эмитента (поручителя, офферента) корпоративных облигаций используются два финансовых коэффициента, рассчитываемых на основании отчетности:

- показатель обеспеченности долга компании (рассчитывается как отношение величины чистого долга (ЧД) к собственному капиталу компании (СК));

- показатель способности компании обслуживать долг, который рассчитывается как отношение прибыли от операционной деятельности без учета амортизации за вычетом процентов к величине совокупного долга (СД).

Финансовые коэффициенты рассчитываются на основании отчетности по МСФО. Если отчетность по МСФО не предоставляется, то для целей расчета финансовых коэффициентов используется консолидированная отчетность по РСБУ. В случае отсутствия консолидированной отчетности может использоваться неконсолидированная отчетность эмитента по РСБУ.

Годовая отчетность является ключевой для целей определения кредитного качества. Обновление кредитного качества облигационного выпуска на основании числовых значений финансовых коэффициентов происходит не реже одного раза в год на основании годовой отчетности. Мониторинг текущего финансового состояния осуществляется по промежуточной финансовой отчетности. Оценка кредитоспособности может быть изменена на основании данных, полученных из промежуточной отчетности.

Отнесение облигационного выпуска к конкретной группе по оценке кредитоспособности эмитента (поручителя, оферента) на основании рассчитанных по отчетности значений финансовых коэффициентов производится по худшему из двух показателей на основании следующей таблицы.

Таблица 3. Оценка кредитоспособности на основе финансовых коэффициентов (по состоянию на 01.01.2020)

Группа	ЧД /СК	Прибыль /СД
5.1	Менее 1	Более 50%
5.2	От 1 до 1,5 включительно	От 50 до 25% включительно
5.3	От 1,5 до 2 включительно	От 25 до 17% включительно
5.4	От 2 до 2,8 включительно	От 17 до 12% включительно
5.5	От 2,8 до 4,4 включительно	От 12 до 7% включительно
5.6	Более 4,4	Менее 7%

Риски корпоративного управления могут существенно повлиять на кредитоспособность эмитента (поручителя, оферента), поэтому собирается комплекс информации, на основании которого делаются выводы о значении факторов, влияющих на риски корпоративного управления в указанных компаниях. Каждому облигационному выпуску присваивается числовая оценка рисков корпоративного управления, полученная как сумма числовых оценок по каждому из факторов в соответствии с разработанной методикой, которая ограничивает кредитное качество облигационного выпуска.

**Таблица 4. Ограничение оценки кредитоспособности
(по состоянию на 01.01.2020)**

Ограничение	Числовая оценка рисков корпоративного управления
Без ограничений	Не более 4
Только 5.2-5.6	От 5 до 9 включительно
Только 5.3-5.6	От 10 до 15 включительно
Только 5.4-5.6	От 16 до 19 включительно
Только 5.6	20 и более

В связи с невозможностью на основе открытой информации оценить качество активов эмитентов (поручителей, оферентов), принадлежащих следующим секторам экономики: финансы (в том числе банки, лизинговые, страховые и факторинговые компании), строительство (в том числе девелоперы и компании, созданные для финансирования региональных или муниципальных программ в сфере недвижимости и инфраструктуры), а также эмитентов облигаций, обеспеченных ипотечным покрытием, для определения их кредитоспособности используются только внешние оценки.

1.3.1.2. Особенности оценки кредитоспособности субъектов Российской Федерации и муниципальных образований

Для определения кредитоспособности субъекта РФ или муниципального образования используется показатель, дающий представление о способности субъекта РФ или муниципального образования самостоятельно обслуживать долг, который рассчитывается как отношение налоговых доходов за вычетом процентов по обслуживанию текущего долга ($HД - \%$), к величине долга субъекта РФ или муниципального образования ($Д$). При этом для вычисления указанного показателя используются данные о размере фактических налоговых доходов за предыдущий календарный год, а размер долга субъекта РФ или муниципального образования берется по состоянию на конец последнего завершенного календарного квартала. В качестве процентов по обслуживанию текущего долга берутся годовые расходы по обслуживанию текущего долга, рассчитываемые на основании данных о размере и структуре долга субъекта РФ или муниципального образования, при этом ставка по долговым обязательствам определяется экспертно. На основании полученного значения указанного показателя дается оценка кредитоспособности субъекта РФ или муниципального образования.

Таблица 5. Оценка кредитоспособности на основе рассчитанного показателя (по состоянию на 01.01.2020)

Группа	$(HД - \%) / Д$
2.1	Более 3,8
2.2	От 1,9 до 3,8 включительно
2.3	От 1,3 до 1,9 включительно

Группа	(НД – %)/Д
2.4	От 0,9 до 1,3 включительно
2.5	От 0,5 до 0,9 включительно
2.6	Менее 0,5

1.3.2. Ранжирование акций

Ранжирование акций формирует пять групп риска (6.1-6.5) в зависимости от значений критериев, используемых при ранжировании.

Критериями при ранжировании акций являются капитализация эмитента (характеризует масштаб бизнеса) и ликвидность акций (оценка риска, связанного с возможным отклонением цены сделок по продаже нужного объема ценных бумаг от текущей рыночной цены).

Капитализация эмитента рассчитывается как произведение числа обыкновенных акций компании, находящихся в обращении на последний торговый день квартала, на среднее арифметическое рыночных цен за последние пять торговых дней отчетного квартала (на основании данных Московской Биржи). Если рыночная цена за один (или несколько) из пяти последних торговых дней не объявлена организатором торговли, то в качестве цены, участвующей в расчете, берется среднее арифметическое лучших заявок на покупку и продажу в данный торговый день отчетного квартала (на основании данных Московской Биржи и индикативных котировок торговой площадки RTS board).

Для отнесения акций к группе риска используется приведенная капитализация эмитента, которая рассчитывается как произведение его капитализации на коэффициент k_1 , учитывающий зависимость капитализации эмитента от текущей капитализации фондового рынка (капитализация эмитента может увеличиваться/уменьшаться при общем росте/снижении фондового рынка) и вычисляемый по формуле:

$$k_1 = \frac{1}{1 + 0,9 \left(\frac{PTC}{2000} - 1 \right)},$$

где PTC – значение индекса PTC на закрытие рынка в последний торговый день квартала.

Для оценки ликвидности используются данные о средненежном обороте сделок с акциями на Московской Бирже и торговой площадке RTS board.

В связи с тем, что средненежный оборот зависит от текущей капитализации фондового рынка, для отнесения акций к группе риска по данному критерию используется приведенный средненежный оборот, рассчитываемый как

среднедневной оборот, умноженный на коэффициент k_2 , учитывающий данную зависимость, и вычисляемый по формуле:

$$k_2 = \frac{1}{1 + 0,5 \left(\frac{РТС}{2000} - 1 \right)},$$

где РТС – значение индекса РТС на закрытие рынка в последний торговый день квартала.

Отнесение акций к группе риска происходит по худшему из критериев согласно следующей таблице.

Таблица 6. Критерии ранжирования акций (по состоянию на 01.01.2020)

Группа	Приведенная капитализация эмитента, \$	Приведенный среднедневной оборот, руб.
6.1	Более 5 млрд	Более 100 млн
6.2	1–5 млрд	10–100 млн
6.3	200 млн–1 млрд	800 тыс.–10 млн
6.4	50–200 млн	100–800 тыс.
6.5	Менее 50 млн	Менее 100 тыс.

Обыкновенные и привилегированные акции одного эмитента рассматриваются и относятся к соответствующим группам отдельно, при этом критерий капитализации применяется к эмитенту в целом независимо от типа акций (то есть в качестве капитализации привилегированных акций берется значение капитализации обыкновенных акций).

Ранжирование акций проводится один раз в квартал, а также может проводиться внепланово при качественном изменении по одному из критериев у одного или нескольких выпусков акций.

■ В рамках курса «Университет» следующим читайте материал в Приложении 3. Определение потенциальной доходности от владения активом.

2. Алгоритм и принцип определения лимитов на актив

Система определения и поддержания лимитов в рамках управления фондами ценных бумаг в компании Арсагера называется **Arsagera Limit Management (ALM)**.

2.1. Облигации

Для определения ограничений на состав и структуру вложений в облигации учитываются три основных риска, присущих долговому рынку:

- кредитный риск (дефолт при осуществлении выплат по ценной бумаге);
- риск ликвидности (потери, связанные с продажей ценных бумаг до погашения);
- риск изменения процентных ставок (снижение стоимости уже обращающихся на рынке облигаций при повышении процентных ставок).

В рамках управления перечисленными рисками устанавливаются следующие ограничения:

- на суммарную долю облигаций одного эмитента (кредитный риск);
- на долю одного облигационного выпуска (риск ликвидности);
- на максимальную средневзвешенную дюрацию портфеля (риск изменения процентных ставок).

Ограничение на долю облигаций одного эмитента

В рамках ранжирования облигаций для оценки кредитного качества облигационного выпуска используется оценка кредитоспособности эмитента облигаций или поручителя (см. 1.3.1. Ранжирование облигаций). В зависимости от группы, к которой относятся облигации эмитента по данному критерию, устанавливается ограничение на максимальную суммарную долю облигаций эмитента в портфеле согласно таблице 7. В случае если для оценки кредитоспособности использовались только рейтинги международных рейтинговых агентств или оценка осуществлялась только в соответствии с разработанными в компании методиками, ограничение на максимальную суммарную долю облигаций эмитента в портфеле устанавливается согласно столбцу 2 таблицы 7. Если же для оценки кредитоспособности использовались как рейтинги международных рейтинговых агентств, так и внутренняя оценка на основе разработанных в компании методик, ограничение на максимальную суммарную долю облигаций эмитента в портфеле устанавливается согласно столбцу 3 таблицы 7.

Таблица 7. Ограничение на долю облигаций эмитента в портфеле

Группа по оценке кредитного качества эмитента	Ограничение на долю облигаций эмитента в портфеле	Ограничение на долю облигаций эмитента в портфеле
1	2	3
2.1 и 5.1	10%	12%
2.2 и 5.2	4%	8%
2.3 и 5.3	3%	6%
2.4 и 5.4	2%	4%
2.5 и 5.5	2%	2%
2.6 и 5.6	–	–

Ограничение на долю одного облигационного выпуска

В рамках ранжирования облигаций для оценки ликвидности облигационного выпуска используются данные о средневзвешенном обороте сделок с облигациями на Московской Бирже за три месяца, предшествующие проведению ранжирования. В зависимости от группы, к которой относится облигационный выпуск по данному критерию, устанавливается ограничение на долю облигационного выпуска в портфеле, рассчитываемое как минимальное значение из лимита, установленного на суммарную долю облигаций эмитента данного выпуска, и значения, указанного в таблице 8. При этом если две трети торговых дней за указанные три месяца относительная минимальная разница между спросом и предложением, вычисляемая путем деления разности лучших предложения и спроса за торговую сессию на полусумму лучших предложения и спроса за торговую сессию, составляла не более 1,5%, используется столбец 2 таблицы 8. В ином случае используется столбец 3 таблицы 8.

Таблица 8. Ограничение на долю одного облигационного выпуска

Группа по оценке ликвидности облигационного выпуска	Ограничение на долю облигационного выпуска в портфеле	Ограничение на долю облигационного выпуска в портфеле
1	2	3
2.1 и 5.1	12%	6%
2.2 и 5.2	8%	4%
2.3 и 5.3	6%	3%
2.4 и 5.4	4%	2%
2.5 и 5.5	2%	2%
2.6 и 5.6	–	–

Ограничение на средневзвешенную дюрацию по облигационному портфелю

В качестве бенчмарка (ориентира) для облигационного портфеля УК Арсагера использует индекс IFX-Cbonds, значение которого рассчитывается на основании облигаций, включенных в индексный список. То есть фактически результат

облигационного портфеля сравнивается с результатом виртуального портфеля, состоящего из облигаций, включенных в индексный список, по которому можно рассчитать средневзвешенную дюрацию тем же способом. В случае если процентные ставки неизменны, а средневзвешенная дюрация по облигационному портфелю будет в силу установленного ограничения меньше, чем дюрация индексного портфеля, то результат лучше индекса будет достижим только при включении в облигационный портфель значительного количества облигаций с более высоким по сравнению с индексным портфелем кредитным риском. В целях предупреждения подобной ситуации ограничение на максимальную средневзвешенную дюрацию по облигационному портфелю не должно быть меньше дюрации индексного портфеля. В связи с этим было проведено исследование возможного отклонения, в случае изменения уровня процентных ставок, результатов тестовых облигационных портфелей с различной средневзвешенной дюрацией от результата индекса. По итогам исследования было установлено, что разница между средневзвешенной дюрацией облигационного портфеля и дюрацией индекса до полугода не приводит к существенному отклонению результата портфеля от индекса в случае изменения уровня процентных ставок. Таким образом, ограничение на максимальную средневзвешенную дюрацию по облигационному портфелю, определенное как дюрация индексного портфеля плюс 182 дня, с одной стороны, дает возможность превосходить результат индекса без существенного увеличения кредитного риска, а с другой, не позволяет результату портфеля существенно отклоняться от изменения индекса в случае роста процентных ставок. В то же время при снижении процентных ставок указанное ограничение не позволяет существенно улучшать результат портфеля по сравнению с результатом индекса. В связи с этим был разработан алгоритм определения ограничения на максимальную средневзвешенную дюрацию в зависимости от соотношения номинальной доходности долговых инструментов и официального прогноза уровня инфляции.

Согласно данным исследования доходности долевого и долговых инструментов более 20 развитых и развивающихся стран мира, проведенного Credit Suisse, за 117 лет в рамках вложений в краткосрочные облигации наибольшую среднегодовую реальную доходность продемонстрировали облигации в Дании (2,1%), Канаде (1,5%), Швеции (1,8%) и Новой Зеландии (1,7%). В большинстве стран на этом же временном интервале среднегодовая реальная доходность вложений в краткосрочные облигации не превысила 1%, а в некоторых даже показала отрицательное значение. То есть среднегодовая реальная доходность краткосрочных облигаций, как правило, не превышает 1,5%. Реальная доходность определяется как разница между номинальной доходностью инструмента и инфляцией. Предположим, что текущая ставка по долговому инструменту составляет 8% годовых, а инфляция находится на стабильном уровне 5%, соответственно, реальная доходность составит 3%. Основываясь на результатах исследования, логично предположить, что

при таком значении реальной доходности процентные ставки в среднесрочной перспективе будут снижаться (при отсутствии причин для увеличения инфляции). Другими словами, если разница между уровнем процентных ставок долговых инструментов и инфляцией превышает 1,5%, то повышается вероятность снижения уровня процентных ставок. В этом случае логичным является смягчение ограничения на максимальную средневзвешенную дюрацию по портфелю. В то же время очевидно, что при одинаковом уровне реальной доходности долговых инструментов, предположим 3%, но разном уровне номинальной доходности, например 5% и 15%, вероятность снижения процентных ставок в первом случае будет выше (то есть важно не только абсолютное значение реальной доходности, но и относительное соотношение инфляции и номинальной доходности). Учитывая это, в качестве параметра для определения ограничения на максимальную средневзвешенную дюрацию по портфелю используется также относительное соотношение текущего уровня процентных ставок и прогноза инфляции. Окончательная формула выглядит следующим образом:

$$D_{\text{портфеля}} = D_{\text{IFX-Cbonds}} + 365 * \text{МИН} \{ \text{МАКС} [0,5; (r_{\text{ОФЗ}} / I_{\text{ЦБ}}) * ((r_{\text{ОФЗ}} - I_{\text{ЦБ}}) / 3)]; 2\},$$

где $D_{\text{портфеля}}$ – ограничение на максимальную средневзвешенную дюрацию по облигационному портфелю;

$D_{\text{IFX-Cbonds}}$ – средневзвешенная дюрация, рассчитанная по индексному портфелю;

$r_{\text{ОФЗ}}$ – текущее значение кривой бескупонной доходности государственных облигаций сроком до погашения 5 лет;

$I_{\text{ЦБ}}$ – текущий прогноз Банка России по годовой инфляции.

В зависимости от соотношения текущего уровня процентных ставок и прогноза инфляции ограничение на максимальную средневзвешенную дюрацию по облигационному портфелю, согласно приведенной формуле, может отклоняться от дюрации индекса на величину от 182 до 730 дней. При этом учитывается как абсолютная разница (реальная доходность), так и относительное соотношение.

В случае если $(r_{\text{ОФЗ}} - I_{\text{ЦБ}}) < 1\%$ (реальная доходность меньше одного процента), то при инфляции выше 1% устанавливается максимально жесткое ограничение, которое определяется как дюрация индекса плюс 182 дня. В диапазоне реальной доходности от 1% до 1,5% (конкретное значение зависит от относительного соотношения номинальной доходности и прогноза инфляции) ограничение начинает превышать минимальное значение. Для определения верхней границы ограничения использовались данные исследования возможного отклонения результатов тестовых облигационных портфелей с различной средневзвешенной дюрацией от результата индекса в случае изменения уровня процентных ставок. При значительном превышении средневзвешенной дюрации портфеля над дюрацией индекса отклонение результатов получается чувствительным даже к незначительному росту процентных ставок. В связи с этим на основе экспертной оценки

максимальное отклонение на 730 дней от дюрации индексного портфеля было выбрано в качестве приемлемой верхней границы ограничения. Для приведенных выше случаев (реальная доходность – 3%, номинальная доходность – 5% и 15% соответственно, инфляция – 2% и 12%), в первом ограничении на максимальную средневзвешенную дюрацию составит дюрация индекса плюс 730 дней, а во втором – дюрация индекса плюс 456 дней.

В заключение приведем таблицу ограничений на максимальную средневзвешенную дюрацию в зависимости от номинальной доходности и прогноза инфляции.

Таблица 8.1 Ограничение на максимальную средневзвешенную дюрацию

Прогноз годовой инфляции	$D_{IFX-Cbonds} + 182$	$D_{IFX-Cbonds} + 365$	$D_{IFX-Cbonds} + 545$	$D_{IFX-Cbonds} + 730$
	Значение кривой бескупонной доходности государственных облигаций сроком погашения до 5 лет			
1%	1,8%	2,3%	2,7%	3,0%
2%	3,0%	3,7%	4,2%	4,6%
3%	4,1%	4,9%	5,5%	6,0%
4%	5,2%	6,0%	6,7%	7,3%
5%	6,2%	7,1%	7,9%	8,5%
6%	7,3%	8,2%	9,0%	9,7%
7%	8,3%	9,3%	10,1%	10,9%
8%	9,3%	10,4%	11,2%	12,0%
9%	10,3%	11,4%	12,3%	13,1%
10%	11,3%	12,5%	13,4%	14,2%
11%	12,3%	13,5%	14,5%	15,3%
12%	13,4%	14,6%	15,5%	16,4%
13%	14,4%	15,6%	16,6%	17,5%
14%	15,4%	16,6%	17,6%	18,6%
15%	16,4%	17,6%	18,7%	19,6%

2.2. Акции

Инвестор, принявший решение инвестировать в акции, рассчитывает получить доходность, соответствующую рынку акций, которая в свою очередь в долгосрочном периоде должна превзойти доходность альтернативных инструментов сбережения, в первую очередь, облигаций и банковских депозитов (подробнее см. «Взаимосвязь доходности акций и облигаций» и «Сравнительное исследование эффективности инвестиций в мире»). Если инвестиции на рынке акций осуществляются с иной целью – азартная игра, различные мошеннические операции и т.п., то предложенная ниже методика не представляет интереса и лишена практического смысла. Также она будет бесполезна тем, кто умеет предсказывать колебания стоимости акций и успешно играть на них.

В качестве доходности, соответствующей рынку акций, примем среднюю доходность (средний результат) участников рынка акций без учета транзакционных издержек. Эту доходность можно рассчитать с помощью отношения суммарного дохода (убытка) участников рынка к суммарной стоимости акций в портфелях участников рынка на начало периода. Для вычисления суммарной стоимости акций в портфелях участников рынка предлагается использовать суммарную капитализацию допущенных к торгам акций, находящихся в свободном обращении (фри-флоат). То есть не учитываются акции, принадлежащие мажоритарным акционерам и аффилированным лицам. Соответственно, суммарным доходом (убытком) участников рынка можно считать изменение суммарной капитализации фри-флоата всех акций, допущенных к торгам, и полученные на данный объем за рассматриваемый период дивиденды.

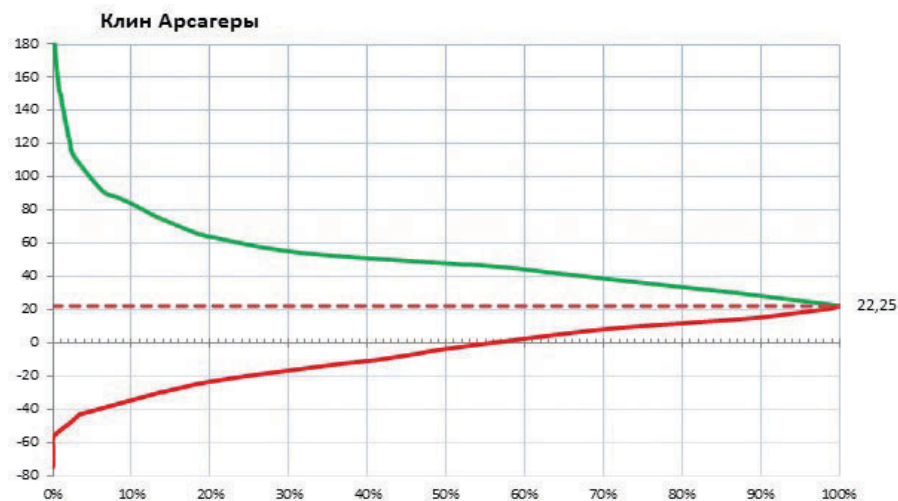
На практике у большинства инвесторов результат портфеля акций будет отличаться от среднего результата. Разницу между фактическим результатом и средним назовем отклонением портфеля от среднего результата (очевидно, что отклонение может быть как положительное, так и отрицательное).

Еще раз вернемся к утверждению: инвестор, принявший решение инвестировать в акции, рассчитывает получить доходность, соответствующую рынку акций. Таким образом, основной риск инвестора на рынке акций – это существенное отрицательное отклонение результата портфеля от этой доходности (см. «Клин Арсагеры, или особый взгляд на диверсификацию активов»).

На примере рассмотрим, в каких пределах возможно отклонение от среднего результата и от чего оно зависит. В качестве характеристики доходности рынка акций возьмем результат акций, входящих в индекс МосБиржи на определенную дату, отранжируем их по доходности за рассматриваемый период и рассчитаем результаты портфелей, построенных по описанному ниже алгоритму. Первый портфель состоит из акции, показавшей худший результат. Второй портфель состоит из двух акций, показавших худший результат, при этом их доли в портфеле представлены в пропорции, равной пропорции долей этих акций в индексе МосБиржи. Третий портфель состоит из трех акций, показавших худший результат, при этом их доли в портфеле также пропорциональны долям в индексе. И так далее, пока последний портфель полностью не повторит структуру индекса МосБиржи. Аналогично рассчитаем результаты портфелей из акций, показавших лучший результат. Отразим полученные результаты на графике, где в качестве оси X возьмем пересечение структуры построенного портфеля со структурой индекса МосБиржи (при доле 100% в портфеле акции, показавшей худший результат, и ее доли в размере X% в индексе МосБиржи – пересечение будет X%).

На графике зеленой линией соединены результаты портфелей из акций, показавших лучший результат, красной линией – портфели из акций, показавших худший результат, пунктирной линией – результат индекса МосБиржи. График,

построенный таким образом, получил название «Клин Арсагеры».



Как видно из графика, существует ярко выраженная обратная зависимость между возможным отклонением результата портфеля от среднерыночного результата и пересечением структуры портфеля со структурой индекса. Таким образом, задавая пересечение структуры портфеля со структурой индекса МосБиржи, можно ограничить возможное отклонение (как положительное, так и отрицательное) результата портфеля от результата индекса. Способ инвестиций по индексу подробно описан в материале «Индексный фонд: выбор и смысл».

Уровень диверсификации Арсагеры

Введем понятие уровень диверсификации Арсагеры (уровень ДА) – показатель, который в процентах отражает пересечение портфеля по составу и структуре активов с рыночным портфелем. Под рыночным портфелем понимается гипотетический портфель, состоящий из фри-флоата всех акций, обращающихся на рынке. Отметим, что результат (доходность) рыночного портфеля является средним результатом, который разделят все участники рынка. Очевидно, что чем больше уровень ДА портфеля акций, тем меньшим будет возможное отклонение его результата от среднерыночного. В пределе, при уровне ДА, равном 100%, результат портфеля будет полностью совпадать со среднерыночным.

На основании проведенных исследований было установлено, что среднерыночный результат несущественно отличается от изменения индекса МосБиржи (что неудивительно, учитывая специфику российского фондового рынка, где на 40 ценных бумаг, входящих в индекс МосБиржи, приходится более 80% от капитализации фри-флоата всех акций, обращающихся на рынке). В связи с этим, а также учитывая, что индекс МосБиржи является наиболее известным публичным индексом на российском фондовом рынке,

было принято решение в качестве среднерыночного результата использовать изменение индекса, а уровень диверсификации Арсагеры рассчитывать относительно гипотетического портфеля, отражающего состав и структуру индекса МосБиржи, по следующей формуле:

$$DA_{\text{портфеля}} = \sum_{i=1}^n DA_i,$$

$$DA_i = \text{МИНИМУМ}(DP_i; DI_i),$$

где DP_i – доля i -го выпуска акций в портфеле;

DI_i – доля i -го выпуска акций в индексе;

n – количество выпусков акций в портфеле.

Несмотря на то, что DA считается по долям акций в индексе, нулевого пересечения с рыночным результатом не может быть в природе. Так как если существует на рынке какая-либо акция, то, значит, она занимает какую-то, пусть и незначительную, долю в общерыночном результате, и, как следствие, приобретение любой акции в портфель приводит к дополнительному пересечению с результатом рынка.

Таким образом, для достижения приемлемого уровня возможного отклонения результата необходимо установить ограничение на долю акций одного эмитента.

Ограничение на долю акций одного эмитента

Самым простым способом ограничения является установление единого лимита на долю акций любого эмитента (например, в правилах многих паевых инвестиционных фондов указывается, что доля акций одного эмитента не должна превышать 14%). Компания Арсагера не считает использование такого упрощения оправданным с точки зрения риска, который принимает на себя инвестор.

Существует более правильный способ – можно задать ограничение на долю акций одного эмитента по следующему алгоритму:

- расчет доли капитализации акций эмитента в капитализации рынка;
- определение необходимого уровня DA по портфелю;
- определение лимита на долю акций конкретного эмитента как произведение доли капитализации акций эмитента в капитализации рынка и частного от деления 100% на DA по портфелю.

Например, если доля капитализации акций эмитента в капитализации рынка 1%, а необходимый уровень DA 25%, то лимит на долю акции в портфеле должен составлять 4%.

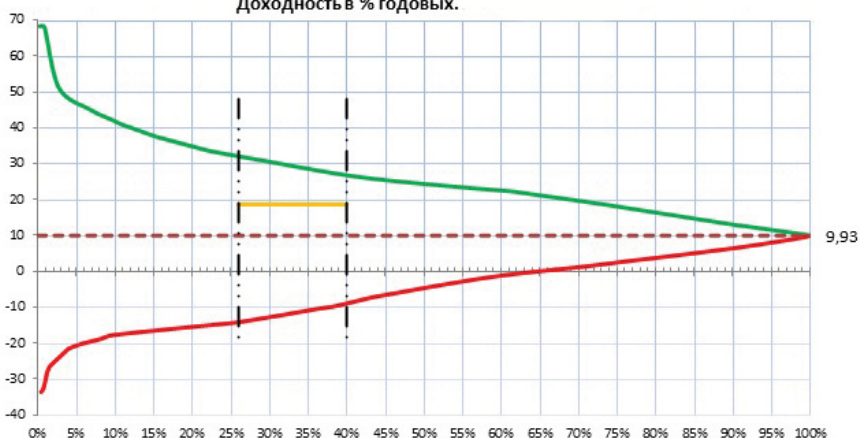
При таком способе уровень DA по портфелю будет соблюдаться автоматически, а пропорции долей акций в портфеле будут соответствовать пропорциям долей в капитализации рынка. Таким образом, результаты портфеля будут находиться в пределах «Клины Арсагеры» при заданном значении DA , то есть иметь заданный уровень риска портфеля. Недостатком такого способа формирования портфеля является то, что на российском фондовом

рынке есть эмитенты (Газпром, ЛУКОЙЛ и Сбербанк), доля которых в капитализации фри-флоата более 10%, соответственно, в случае включения этих бумаг в портфель их доля будет слишком большой. Например, согласно законодательству, доля акций одного эмитента не может превышать 14% от стоимости активов паевого инвестиционного фонда. Также неправильным будет не задать минимальный лимит на акцию, например в размере 1%. Действительно, есть акции, доля которых в капитализации рынка акций составляет 0,01% и менее; крайне неудобным для формирования и поддержания структуры портфеля будет приобретение подобных акций в размере 0,04%. На практике, при управлении портфелем акций в компании Арсагера приняты ограничения на максимальную и минимальную долю вложения в акции конкретного эмитента, и эти доли кратны 1%.

Путеводным элементом определения уровня ДА, которому должен соответствовать портфель акций, является желаемый уровень превышения доходности портфеля над доходностью рынка акций, например над результатом индексного фонда на основе индекса МосБиржи. Очевидно, что при ДА = 100% не удастся добиться превышения среднерыночного результата. Снижение уровня ДА портфеля будет приводить как к возможности превысить среднерыночный результат, так и к появлению риска получить результат хуже него.

К сожалению, иного способа определения уровня ДА на портфель кроме ориентации на статистические исследования зависимости уровня ДА и результатов различных рыночных портфелей (построение «Клинов Арсагеры») на базе прошлых данных не придумано. Поэтому эмпирическим путем можно задать зависимость возможного отклонения результата портфеля при различных уровнях ДА на основе усреднения «Клинов Арсагеры», построенных на различных временных отрезках. Наши исследования показывают, что для возможного получения результата портфеля акций в долгосрочном периоде, на 4-5% годовых превышающего среднерыночный результат, уровень ДА должен находиться в диапазоне 30-40%.

Клин Арсагеры: ценные бумаги пропорционально долям в индексе МосБиржи
Доходность в % годовых.



Оранжевой линией обозначен результат фонда и диапазон уровня ДА фонда за период.

В подходе, используемом в компании Арсагера, доля акций в портфеле зависит от ликвидности акций и от занимаемой доли акций эмитента в капитализации российского фондового рынка.

Ограничение по ликвидности необходимо для обеспечения сохранности структуры портфеля фонда при крупных (до 20% от стоимости чистых активов) вводах (приобретение паев)/выводах (погашение паев).

В качестве характеристики ликвидности используется приведенный среднедневной оборот сделок с акциями за предыдущий квартал (см. Приложение 1. Раздел 1.3.2. Ранжирование акций).

В качестве характеристики доли акций эмитента на российском фондовом рынке можно выбрать:

- долю акций в индексе, тогда для всех акций, не входящих в индекс, ограничение зависит только от ликвидности;
- долю капитализации фри-флоата акций эмитента в суммарной капитализации фри-флоата российского фондового рынка, что соответствует доле, которая используется для определения среднерыночного результата, но могут возникнуть проблемы с определением фри-флоата в связи с запутанной структурой владения акциями эмитента;
- долю капитализации акций эмитента с учетом акций, принадлежащих мажоритарным акционерам и аффилированным лицам, в суммарной капитализации фондового рынка (более технологичный способ, учитывая, что стоимость акций и их общее количество находятся в открытом доступе).

В итоге для определения доли акций эмитента на российском фондовом рынке был выбран последний способ с расчетом на то, что если фри-флоат акций компании небольшой, то это скажется на ликвидности акций и, как следствие, на установленном ограничении.

В зависимости от ликвидности акций эмитента, а также доли в капитализации рыночных акций (используется наименьший критерий), устанавливаются базовые ограничения по доле акций одного эмитента в портфеле и разрешенное отклонение от данных ограничений.

Базовое ограничение по доле используется при формировании первоначальной позиции в портфеле по ценной бумаге. Сумма базового ограничения и отклонения устанавливает лимит, до достижения которого разрешается не сокращать позицию по ценной бумаге.

Определение значения базового ограничения для доли акции в портфеле и отклонения проводится с использованием таблицы 9. Каждая ценная бумага проверяется на соответствие требованиям по группе риска согласно ранжированию (см. Приложение 1. Раздел 1.3.2. Ранжирование акций), скорректированной доли в капитализации рыночных акций и приведенного

среднедневного оборота за последний квартал, начиная с пункта 1, и в случае соответствия устанавливается указанное в таблице базовое ограничение и отклонение.

Если только обыкновенные или только привилегированные акции эмитента входят в список рыночных акций, то в целях определения базового ограничения в качестве скорректированной доли берется доля в капитализации рыночных акций. Если в список рыночных акций входят как обыкновенные, так и привилегированные акции эмитента, то в целях определения базового ограничения в качестве скорректированной доли по капитализации для привилегированных акций берется сумма доли по капитализации привилегированных акций и половины доли по капитализации обыкновенных акций.

Аналогично для обыкновенных акций берется сумма доли по капитализации обыкновенных акций и половины доли по капитализации привилегированных акций.

В целях определения базового ограничения используются данные о группе и приведенном среднедневном обороте из последнего проведенного ранжирования акций.

Таблица 9. Базовые ограничения и лимиты отклонений

	Базовое ограничение	Лимит отклонения	Группа согласно ранжированию	Скорректированная доля в капитализации рыночных акций	Приведенный среднедневной оборот
1	10%	1%	6.1	≥ 2,5%	≥ 1 млрд руб.
2	8%	1%	6.1	≥ 1,5%	≥ 400 млн руб.
3	6%	1%	6.1	≥ 0,9%	≥ 100 млн руб.
4	5%	1%	6.1, 6.2	≥ 0,5%	≥ 50 млн руб.
5	4%	1%	6.1, 6.2	≥ 0,3%	≥ 20 млн руб.
6	3%	1%	6.1, 6.2, 6.3	≥ 0,1%	≥ 5 млн руб.
7	2%	1%	6.1, 6.2, 6.3, 6.4	Без ограничений	

◆ Окончание курса «Аспирантура».

3. Определение потенциальной доходности от владения активом

3.1. Термин потенциальная доходность, хит-парад

Потенциальная доходность – это прогнозируемая доходность от владения активом. Вычисляется с помощью прогноза будущей цены актива и дохода, возможного к получению за период владения активом. Соотносится с ценой актива в настоящем времени и взвешивается на срок прогноза.

Размер потенциальной доходности характеризует скорость прироста вложенных в актив средств во времени.

Хит-парад – это список активов, отранжированных по группам риска и упорядоченных по убыванию размера потенциальной доходности. Чтобы построить хит-парад, необходимо посчитать потенциальную доходность на одинаковый срок по всем активам.

3.2. Актив – облигации

Для определения будущей цены облигации необходимо спрогнозировать, какой будет доходность облигации к погашению на дату прогноза, если на дату прогноза облигация еще не будет погашена. Далее при известной структуре выплат и доходности облигации к погашению несложно вычислить цену облигации на дату прогноза. При известных предстоящих выплатах за период прогноза, зная текущую цену облигации, несложно посчитать потенциальную доходность от владения облигацией.

Таким образом, ключевым моментом при построении хит-парада по облигациям является точный прогноз вектора процентных ставок по экономике в целом и по конкретному выпуску облигаций в частности. Помимо изменения общего уровня процентных ставок, на доходность конкретного выпуска в будущем влияют следующие факторы:

- изменение кредитного качества эмитента облигаций;
- изменение ликвидности выпуска облигаций;
- изменение дюрации (упрощенно – срока до погашения).

Для определения вектора уровня процентных ставок в экономике в целом, компания Арсагера использует пять моделей, каждая из которых описывает поведение различных групп экономических агентов в тех или иных экономических условиях. Все эти модели основаны на арбитражном принципе.

Инфляционная модель

Инфляционная модель учитывает поведение внутренних инвесторов. В рамках этой модели уровень процентных ставок в стране сравнивается с уровнем инфляции в этой же стране (прогноз инфляции по России базируется на прогнозах МЭРТ). Основная предпосылка данной модели заключается в том, что инвесторы в разных странах ориентируются на один и тот же уровень

реальной доходности (доходность, уменьшенная на уровень инфляции в стране) при осуществлении инвестиций в инструменты с одинаковым уровнем риска. Таким образом, зная, какую реальную доходность ожидают инвесторы в различных странах от инвестиций с определенным уровнем риска, мы, прогнозируя уровень инфляции в России, можем сказать, какой должна быть доходность конкретных инструментов, чтобы инвесторам было интересно вкладывать средства внутри страны, а не за ее пределами.

Модель паритета денежных ставок

Данная модель учитывает поведение глобальных игроков, занимающихся трансграничным инвестированием капитала. Поскольку инвестирование средств на иностранных (по отношению к такому инвестору) рынках предполагает перевод средств в валюту другой страны, то на итоговую доходность влияет ожидаемое изменение валютных курсов. Наличие большого числа инвесторов, занимающихся трансграничными инвестициями, приводит к выравниванию (в мировом масштабе) доходностей инструментов с одинаковым уровнем риска.

Таким образом, имея прогноз по будущему обменному курсу валют и зная уровень процентных ставок в одной из этих стран, мы можем сказать, какой уровень процентных ставок ожидают увидеть инвесторы во второй стране.

Пример. Предположим, что текущий курс рубля к доллару США составляет 50 руб. за доллар. Курс, ожидаемый через год, – 55 руб. за доллар. Если текущая доходность инструментов с определенным уровнем риска в США составляет 10% годовых, то ожидаемая инвесторами доходность российских инструментов с таким же уровнем риска через год составляет 21% годовых (чтобы компенсировать ожидаемое снижение курса рубля).

Кредитно-депозитная модель

Кредитно-депозитная модель состоит из трех подмоделей. Эти модели учитывают поведение различных групп внутренних инвесторов.

1. Заемщиков (юридических лиц), которые выбирают способ привлечения средств для развития предприятия.

Предприятие выбирает либо привлечь средства путем размещения облигационного выпуска, либо взять кредит в банке. Более «дешевый» способ будет более востребованным и со временем ставки (с учетом всех затрат) на обоих рынках – облигационном и кредитном – выравняются.

2. Банков, выбирающих способ размещения средств, который принесет им большую доходность.

Размещая средства, банки выбирают между выдачей кредита предприятию и приобретением корпоративных облигаций. Расхождение доходностей на этих рынках неизбежно приведет к перетоку капитала и доходности выравниваются. При этом ликвидность для банка кредита и облигации разная, что также учитывается в модели в виде премии за ликвидность.

3. Предприятий и населения, которые пытаются разместить временно свободные средства с наибольшей доходностью.

Размещая временно свободные средства, предприятия и население выбирают между приобретением облигаций и открытием депозита в банке. Как и в предыдущей модели, действия участников, стремящихся максимизировать свою доходность, будут выравнивать доходность на этих рынках.

Описанные выше модели позволяют понять, какими инструментами будет пользоваться каждая из рассмотренных групп для достижения своих целей, и каким образом это повлияет на уровень процентных ставок на различных рынках. Результаты всех описанных выше моделей взвешиваются в зависимости от значимости группы экономических агентов, ориентирующихся на ту или иную модель.

Получив вектор процентных ставок, мы можем сказать, под какую доходность инвесторы через год будут готовы купить любой из обращающихся сейчас на рынке облигационных выпусков. Далее дисконтируя купонные платежи и выплаты тела облигаций по ставке, которую будут требовать инвесторы через год от вложений в подобные бумаги, мы рассчитываем будущую стоимость облигаций.

Например, результаты расчетов по моделям говорят о том, что в ближайший год средний уровень требуемой инвесторами доходности увеличится на 0,5% по отношению к текущему уровню. При этом нам необходимо выбрать, какой из двух облигационных выпусков приобретать:

Компания-1 – дюрация 1 год, ставка купона 10%, выплаты производятся раз в квартал;

Компания-5 – дюрация 5 лет, ставка купона 10%, выплаты производятся раз в квартал.

Если в течение пяти лет процентные ставки и, как следствие, требуемая инвесторами доходность будут оставаться на текущих уровнях, то можно покупать любой из двух выпусков облигаций. Доходность обоих вложений будет одинаковой и составит 10% годовых.

В рассматриваемом случае, когда мы ожидаем увеличения уровня процентных ставок на 0,5%, неправильный выбор может существенно снизить эффективность инвестиций.

В случае с выпуском Компании-1, несмотря на то, что требуемая доходность от этих облигаций через год будет составлять 10,5% годовых, в то время как купонные выплаты по этим облигациям составляют 10% годовых, инвестор в результате погашения облигационного выпуска полностью получит его номинальную стоимость. Полученные средства он сможет вложить в облигации компании с таким же кредитным качеством и ликвидностью, но ставка купона по ним уже будет 10,5%. Если у инвестора средства будут инвестированы в облигации Компании-5, погашение которых в тот момент будет только через четыре года, то доходность его вложений на окне в один год будет ниже 10% годовых. Так как если инвестор решит продать облигации Компании-5, то сделать

это по номинальной стоимости у него не получится. Поскольку купон составляет 10%, в то время как требуемая доходность от инвестиций в такие облигации поднимается с 10 до 10,5%, то 0,5% доходности будут компенсированы за счет падения стоимости облигации ниже номинала. Так, в случае, если до погашения облигации Компании-5 остается 4 года, то ее стоимость на бирже будет составлять 98,4% от номинальной стоимости, а доходность на годовом окне составит 8,4%.

Приведенный пример показывает всю важность правильного прогнозирования уровня процентных ставок при выборе облигаций.

Особенности инвестирования в облигации см. в материале «Как инвестировать в облигации».

3.3. Актив – акции

3.3.1. В рамках управления портфелем акций компания Арсагера придерживается следующих принципов и аксиом, с которыми должен ознакомиться и которые должен осознать клиент.

Акция – это финансовый инструмент с неопределенными, но прогнозируемыми денежными потоками в виде дивидендов и/или изменениями курсовой стоимости.

Доходность широкого рынка акций в долгосрочном периоде превышает доходность долговых инструментов сбережений, в первую очередь, облигаций и депозитов. Наиболее близким значением размера доходности широкого рынка акций является доходность базового индекса рынка акций той или иной страны с учетом дивидендов, полученных по входящим в индекс акциям. Наиболее корректной оценкой данного результата является результат индексного фонда с минимальными транзакционными издержками.

Денежные потоки от владения акцией и ее цена в будущем зависят **только** от **экономики акционерного общества (АО), уровня корпоративного управления и уровня процентной ставки.**

Экономика АО – это, в первую очередь, основная деятельность, влияющая на следующие величины: размер чистой прибыли на акцию (EPS), размер собственного капитала на акцию (BV), темп прироста собственного капитала на акцию (ROE).

Корпоративное управление в АО – это принципы взаимодействия органов управления АО с акционерами, исполнение норм и смысла акционерного права, практическое исполнение обязательств перед акционерами и наличие модели управления акционерным капиталом (МУАК).

Процентная ставка – это требуемая инвесторами и ожидаемая ими к получению доходность от владения акцией АО (R). Зависит от общего уровня процентных ставок в экономике, риска ведения бизнеса в стране и от специфики деятельности конкретного АО (отрасль, качество корпоративного управления, ликвидность акций). Прогнозирование показателей, характеризующих состояние экономики АО, базируется исключительно на данных макроэкономического

прогноза и с использованием фактических результатов основной деятельности АО. Иные способы (технический анализ, новостная, интуитивная, алгоритмическая, психологическая, инсайдерская торговля и пр.) компанией Арсагера не применяются. Информация (за исключением последствий, связанных с корпоративными процедурами, – оферты, конвертации и т.п.), которая не может быть применена для прогнозирования экономики АО, уровня корпоративного управления и уровня процентной ставки, компанией Арсагера не используется.

Компания Арсагера рассчитывает на рациональное поведение участников фондового рынка и органов управления АО в долгосрочном периоде, в том числе и в оценке требуемой доходности от вложений в акции АО.

Курсовое изменение цены акций может быть следствием действий как самого АО, так и прочих участников торгов.

Компания Арсагера предпринимает действия по исправлению корпоративных нарушений в АО (в том числе и с использованием судебной системы) и оказывает влияние на повышение качества корпоративного управления в АО, акции которых входят в состав портфелей под управлением компании Арсагера.

Передавая средства в управление компании Арсагера, клиент понимает и принимает особенности принципов управления и их следствия.

- Не рассчитывает (не полагается исключительно) на получение дохода от владения акцией в результате курсового роста, вызванного нерациональным поведением сторонних (без влияния АО) участников торгов. Как следствие, при управлении портфелем акций крайне низка вероятность приобретения акций на минимумах и продаж на максимумах.
- Не рассчитывает на получение дохода иным способом, кроме как из внутренней стоимости – экономики компании, конвертируемой в курсовую динамику и дивидендные выплаты.
- Разделяет риск коммерческой деятельности и корпоративного управления АО, акции которого включены в портфель.
- Разделяет риск неправильного прогноза как результатов коммерческой деятельности АО, так и уровня корпоративного управления и будущего уровня процентных ставок, сделанного аналитическим подразделением компании Арсагера.
- Разделяет риск длительного нерационального поведения участников торгов и самого АО в части курсовой стоимости акций и дивидендной политики.

3.3.2. *Вычисление будущей цены акций конкретного эмитента*

P_1 – стоимость, уплаченная инвестором в момент времени T_1 .

$P_2 + \text{div}$ – стоимость, получаемая инвестором в момент времени T_2 , при этом $\text{div} \geq 0$. Для подсчета потенциальной доходности акций конкретного эмитента необходимо спрогнозировать на момент времени T_2 возможную к получению $P_2 + \text{div}$.

Потенциальная доходность:

$$D_p = ((P_2 + \text{div})/P_1 - 1) * 100 * 365 / (T_2 - T_1)$$

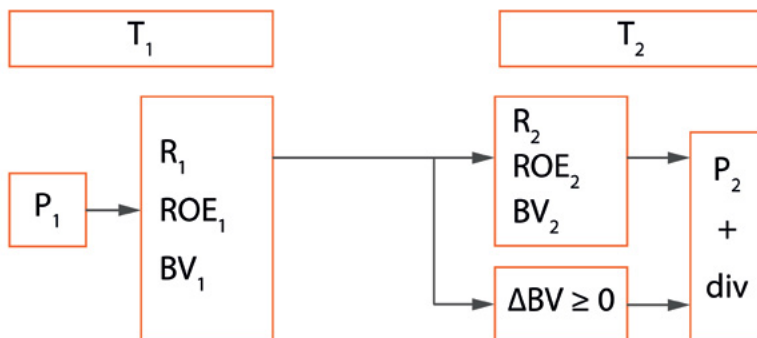
Источники (причины) стоимости (дохода) инвестора.

1. Работа АО во времени и пространстве, результатом которой является изменение размера собственного капитала на акцию, в первую очередь за счет получения чистой прибыли от основной деятельности. Рост собственного капитала на акцию является первоочередной причиной курсового роста акции и выплачиваемых по ней дивидендов. Темп роста собственного капитала (ROE), а точнее его превосходство над уровнем процентной ставки (R) также является причиной курсового роста (только курсового роста, а не дивидендов) акции АО. Это происходит вследствие того, что инвестор готов платить за акцию дороже размера собственного капитала, приходящегося на нее, в случае если понимает, что темп прироста этого собственного капитала будет превышать рост капитала с темпом общерыночных процентных ставок. Это правило верно и для убыточных компаний (теряющих собственный капитал на акцию) и даже компаний с отрицательным собственным капиталом в случае, если в будущем положение дел изменится, и собственный капитал на акцию будет расти.
2. Изменение уровня корпоративного управления. Это может привести к изменению оценки риска инвестиций в акции АО, и, как следствие, значения требуемой доходности (R). Улучшение/ухудшение эффективности МУАК влияет на ROE, а также на то, насколько хорошо АО выполняет свои обязательства перед акционерами по отдаче средств на вложенный ими капитал (подробно см. материал «Обязательства акционерного общества перед кредиторами и акционерами»).
3. Изменение требуемой доходности R, которое может привести к изменению соотношения ROE/R. Например, для АО с неизменившимся уровнем ROE, но снизившимся значением требуемой доходности R возможен рост стоимости акции: $P = BV * ROE/R$ (подробно см. материал «Биссектриса Арсагеры, или что должна делать каждая компания»). Изменение требуемой доходности может произойти вследствие изменения следующих факторов: изменения общего уровня процентных ставок, изменения условий ведения бизнеса в стране и отрасли, изменение уровня корпоративного управления, изменения уровня ликвидности акций АО.

Эти факторы непосредственно влияют на составные части (BV, ROE, R), определяющие стоимость акции АО. Как итог цена акции может быть вычислена следующим образом:

$$P = BV * ROE/R$$

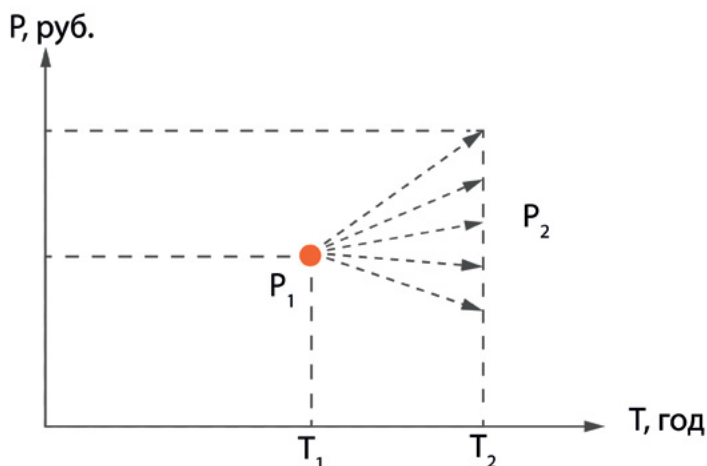
Для расчета потенциальной доходности необходимо спрогнозировать описанные выше показатели деятельности конкретного АО, а также отношение рыночных инвесторов к инвестициям в акции этого АО через прогноз ставки требуемой доходности R.



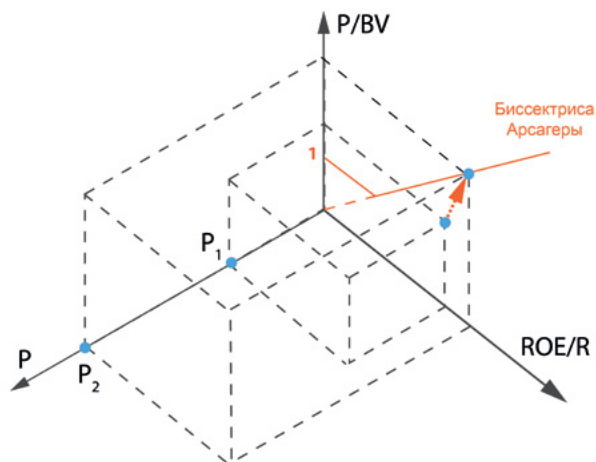
Данная методика предполагает рациональное поведение в долгосрочном периоде как рыночных инвесторов, так и органов управления самого АО. Это означает, что цена акции АО рано или поздно должна находиться на Биссектрисе Арсагеры, то есть определяться соотношением $P = BV \cdot ROE/R$ (см. «Кто знает и определяет цену акций?» и «Биссектриса Арсагеры, или Что должна делать каждая компания»).

Отдельной задачей аналитического подразделения компании Арсагера является правильный выбор периода прогноза, когда деятельность АО начинает отвечать признакам стабильности, а также сроков выхода стоимости акции АО на Биссектрису Арсагеры. Если сроки прогноза потенциальной доходности меньше сроков выхода стоимости акции АО на Биссектрису Арсагеры, то определяется промежуточное место стоимости акции АО на траектории движения цены на Биссектрису Арсагеры.

В зависимости от прогноза цена может отличаться от текущей как в большую, так и в меньшую сторону:



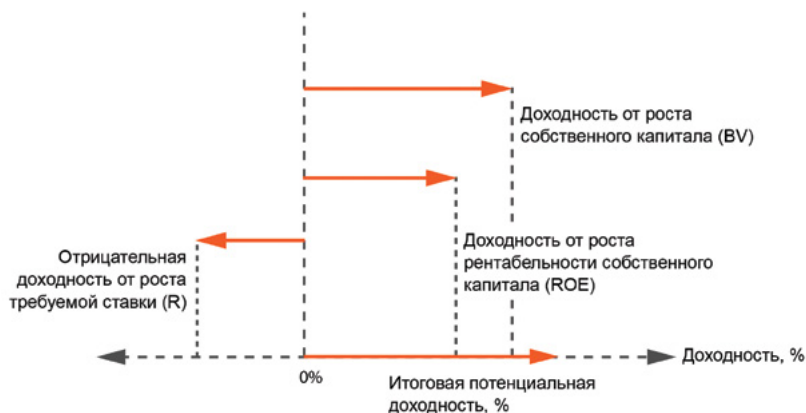
Графически изменение в будущем цены акции и места относительно Биссектрисы Арсагеры можно представить следующим образом:



Фактически изменение цены акции, которое можно представить как вектор, складывается из следующих изменений:

$$\begin{array}{l}
 BV_2 - BV_1 = \Delta BV \\
 ROE_2 - ROE_1 = \Delta ROE \\
 R_2 - R_1 = \Delta R
 \end{array}
 \left| \begin{array}{l} \\ \\ \\ \end{array} \right. \longrightarrow \Delta P = P_2 - P_1$$

В качестве примера можно продемонстрировать вариант, когда в результате деятельности АО вырос размер собственного капитала на акцию, повысилась рентабельность собственного капитала компании на будущее, но произошел рост требуемой доходности (например, вследствие роста общего уровня ставок в экономике):



4. Способ формирования портфеля активов в соответствии с уровнем потенциальной доходности

Портфель, составленный из активов с прогнозируемой потенциальной доходностью, также имеет значение потенциальной доходности, которое может быть определено перемножением доли актива в портфеле на значение его потенциальной доходности, приведенной к единому сроку. При этом потенциальная доходность денег в портфеле равна нулю. Портфель, содержащий в конкретный момент времени активы с максимальными значениями потенциальной доходности в рамках лимитов, определенных инвестиционной декларацией, обладает максимальной потенциальной доходностью в условиях соблюдения ограничений (лимитов) инвестиционной декларации.

Для получения результата, превышающего среднерыночный результат (см. «Кто выигрывает на фондовом рынке?»), необходимо:

- максимально точно прогнозировать потенциальную доходность всех активов, разрешенных к инвестированию;
- сформировать портфель из активов с максимальной потенциальной доходностью с учетом ограничений (лимитов), обозначенных в инвестиционной декларации;
- поддерживать структуру портфеля (изначально сформировать, а впоследствии осуществлять перекладки) так, чтобы в нем постоянно находились активы с максимальной потенциальной доходностью.

Подобный способ управления портфелем при выполнении описанных выше условий должен показать максимальный результат при заданных критериях ограничения риска (см. «Как инвестировать в акции, используя потенциальную доходность?»).

Пример: акции.

Опишем алгоритм формирования гипотетического оптимального портфеля с заданным уровнем диверсификации Арсагеры (ДА) на основе потенциальной доходности акций из списка рыночных акций с учетом ограничений, установленных на долю акций одного эмитента и на долю группы.

Формирование портфеля осуществляется следующим образом.

- На первом этапе в портфель последовательно по убыванию потенциальной доходности включаются акции из индекса МосБиржи в долях, которые они занимают в индексе, но не превышая ограничений, установленных на долю акций одного эмитента или суммарную долю группы эмитентов, до того момента, пока уровень ДА портфеля не достигнет заданного уровня. При этом последний выпуск акций включается в портфель в доле, не достигающей до достижения заданного уровня ДА.

- На втором этапе в портфель последовательно по убыванию потенциальной доходности включаются акции из списка рыночных акций в долях, установленных ограничениями, до полного заполнения портфеля. При этом если акция входит в индекс МосБиржи и была включена на первом этапе, то ее доля увеличивается до доли, установленной ограничением. Если акция входит в индекс МосБиржи и не была включена на первом этапе, то на втором этапе она также не включается.

В итоге мы получаем портфель с заданным уровнем ДА. Поясним, почему он является оптимальным. Допустим, существует портфель с заданным уровнем ДА и со средневзвешенной потенциальной доходностью выше, чем у портфеля, сформированного по алгоритму. Значит, существует способ, последовательно уменьшая долю одних бумаг в портфеле и увеличивая долю других бумаг (в том числе тех, которые не попали в портфель), последовательно увеличивать средневзвешенную потенциальную доходность, сохраняя при этом заданный уровень ДА. Чтобы сохранить уровень ДА, необходимо заменять акции из индекса МосБиржи другими акциями из индекса, но по алгоритму мы выбирали наиболее потенциально доходные. Акции, не входящие в индекс, также выбирались по потенциальной доходности. Получается, что невозможно построить портфель со средневзвешенной потенциальной доходностью больше, чем у портфеля, построенного по алгоритму.

На практике на первом этапе построения портфеля, как правило, включаются бумаги кратными долями, например кратными 1%.

Компания Арсагера отдает себе отчет в том, что не существует безошибочных прогнозов, но основной целью подобной системы управления капиталом является получение в долгосрочном периоде результата, превосходящего результат фонда, инвестирующего в основной индекс акций, который, в свою очередь, должен превосходить доходность инвестиций в банковский депозит и долговые инструменты.

$$D_{\text{арс}} > D_{\text{инд}} > D_{\text{деп}}$$

Еще лучше, если $D_{\text{арс}} \gg D_{\text{инд}} > D_{\text{деп}}$

■ Окончание курса «Университет» .

Материалы, которые не вошли в книгу, но с которыми можно ознакомиться на сайте

1. Сравнительное исследование структуры сбережений и инвестиций в мире
2. Акции + недвижимость = любовь
3. Влияние последовательности инвестора при осуществлении регулярных вложений на итоговую доходность капитала
4. Как устроен фондовый рынок: регистратор, биржа, депозитарий
5. Роботы против людей
6. Основные признаки финансовых пирамид
7. Нефть и курсовая стоимость акций
8. ИПП и курсовая стоимость акций
9. Курс рубля и курсовая стоимость акций
10. Метод сравнительных коэффициентов
11. Исследование корпоративного управления в России
12. Что можно сделать для улучшения качества корпоративного управления российских публичных компаний
13. Судебные процессы в целях улучшения инвестиционного климата в России
14. Характеристики портфеля регулярного инвестора
15. Ребалансировка вложений. Есть ли положительный эффект?
16. Ребалансировка вложений. Влияние периодичности. Часть 1
17. Ребалансировка вложений. Влияние периодичности. Часть 2
18. Инвестируем регулярно – итоги двадцати лет сбережений
19. Применение рекомендуемой структуры финансового капитала человека
20. Международная практика инвестирования в фонды недвижимости
21. ПИФ vs НПФ
22. ПИФ vs накопительное страхование жизни
23. Взаимосвязь доходов семьи, условий ипотечного кредита (ставка и срок) и стоимости недвижимости
24. Цена на недвижимость: вчера, сегодня, завтра
25. Открытое письмо в Верховный суд РФ
26. За чей счет этот банкет?
27. Налог на дивиденды. Сравнение с налогом на доходы от депозитов
28. Инвестиционная активность пользователей нашего сайта: итоги опросов за последние 7 лет
29. Отчет «Пьедестал рынка»
30. Отчет «Клин Арсагеры»
31. Отчет «Эффективность изменения состава и структуры портфеля по методике MARQ»
32. Модернизация Системы управления капиталом - очередной этап развития
33. Практическое применение методик



Вы завершили изучение материалов книги «Заметки в инвестировании». Что дальше?

Курс лекций от «УК «Арсгера»



Наш видеокурс лекций не просто поможет понять написанное в книге, но и расскажет о том, как применять эти знания на практике. Наглядные примеры и живое общение позволят лучше разобраться в том, что и как нужно делать, чтобы достичь своих финансовых целей.

Начните смотреть и ...

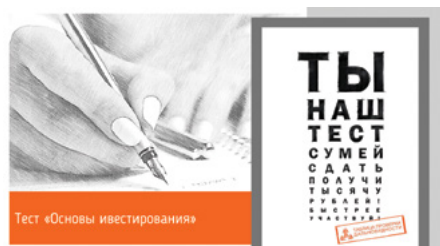
«Почти спать лег, решил 15 минут глянуть... и на тебе! Пошел три часа смотреть... опять на работе зевать...»(с)



Ознакомьтесь с материалами всего курса Вы можете в плейлисте «Лекториум» на нашем канале «Арсгера» в YouTube.

Задавайте вопросы в комментариях к лекциям. Мы будем и далее отвечать на них – это отлично дополняет и улучшает качество представленного материала.

Тест «Основы инвестирования»



Хотите вернуть деньги, потраченные на приобретение книги? Примените знания, полученные из нее, и пройдите тест «Основы инвестирования».

Тест содержит 111 вопросов на базовые знания об инвестициях, и **только 1% прочитавших эту книгу смогли ответить на 95% вопросов!**



Вознаграждение на сумму 1 000 руб. за успешное прохождение теста (не менее 95% правильных ответов) выдается однократно. За повторную сдачу теста вознаграждение не выдается.

ПАО «Управляющая компания «Арсатера» — первая в России управляющая компания, акции которой обращаются на бирже. Компания управляет паевыми инвестиционными фондами и предоставляет услуги индивидуального доверительного управления. УК «Арсатера» постоянно готовит новые материалы о фондовом рынке и инвестициях, а также актуализирует уже имеющиеся. Следить за обновлениями можно на нашем сайте в разделе «Книга и статьи».



Вы можете бесплатно скачать данную книгу в электронном виде или в аудиоформате по ссылке: arsagera.ru/~138399

Вы можете следить за оценкой потенциальной доходности и качеством корпоративного управления публичных компаний в разделе «Аналитика», а также обсуждать эмитентов и задавать свои вопросы нашим аналитикам в рамках Блогофорума: bf.arsagera.ru

ПАО «УК «Арсатера»

194021, г. Санкт-Петербург, ул. Шателена, дом 26А БЦ «Ренессанс», 8-й этаж.

Тел. (812) 313-05-30 www.arsagera.ru

Лицензия ФСФР России на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами: № 21-000-1-00714 от 06.04.2010 без ограничения срока действия. Лицензия ФСФР России на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами: № 040-10982-001000 от 31.01.2008 без ограничения срока действия.

Правила Закрытого паевого инвестиционного фонда недвижимости «Арсатера — жилищное строительство» зарегистрированы ФСФР России: № 0402-75409534 от 13.09.2005 г. Правила Интервального паевого инвестиционного фонда рыночных финансовых инструментов «Арсатера — акции Мира» зарегистрированы Банком России: № 3152 от 17.05.2016 г. Правила Открытого паевого инвестиционного фонда рыночных финансовых инструментов «Арсатера — фонд акций» зарегистрированы ФСФР России: № 0363-75409054 от 01.06.2005 г. Правила Интервального паевого инвестиционного фонда рыночных финансовых инструментов «Арсатера — акции 6.4» зарегистрированы ФСФР России: № 0439-75408664 от 13.12.2005 г. Правила Открытого паевого инвестиционного фонда рыночных финансовых инструментов «Арсатера — фонд смешанных инвестиций» зарегистрированы ФСФР России: № 0364-75409132 от 01.06.2005 г. Правила Открытого паевого инвестиционного фонда рыночных финансовых инструментов «Арсатера — фонд облигаций КР 1.55» зарегистрированы Службой Банка России по финансовым рынкам: № 2721 от 20.01.2014 г.

Стоимость инвестиционных паев может увеличиваться и уменьшаться, результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем, государство не гарантирует доходность инвестиций в ПИФы. Прежде чем приобрести инвестиционный пай, следует внимательно ознакомиться с правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом. Взимание скидок (надбавок) уменьшит доходность инвестиций в инвестиционные паи паевого инвестиционного фонда.

Изменение стоимости пая Открытого паевого фонда рыночных финансовых инструментов «Арсатера — фонд акций» составило: 3 мес. (30.09.2019 — 31.12.2019) — +8,51%; 6 мес. (28.06.2019 — 31.12.2019) — +8,17%; 1 год (29.12.2018 — 31.12.2019) — +35,43%; 3 года (30.12.2016 — 31.12.2019) — +52,61%. Изменение стоимости пая Открытого паевого фонда рыночных финансовых инструментов «Арсатера — фонд смешанных инвестиций» составило: 3 мес. (30.09.2019 — 31.12.2019) — +6,60%; 6 мес. (28.06.2019 — 31.12.2019) — +8,11%; 1 год (29.12.2018 — 31.12.2019) — +27,21%; 3 года (30.12.2016 — 31.12.2019) — +51,04%. Изменение стоимости пая ИПИФ рыночных финансовых инструментов «Арсатера — акции 6.4» составило: 3 мес. (30.09.2019 — 31.12.2019) — 6,57%; 6 мес. (28.06.2019 — 31.12.2019) — 9,62%; 1 год (29.12.2018 — 31.12.2019) — 30,33%; 3 года (30.12.2016 — 31.12.2019) — 45,81%. Изменение стоимости пая ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Арсатера — фонд облигаций КР 1.55» составило: 3 мес. (30.09.2019 — 31.12.2019) — 4,43%; 6 мес. (28.06.2019 — 31.12.2019) — 8,29%; 1 год (29.12.2018 — 31.12.2019) — 16,03%; 3 года (30.12.2016 — 31.12.2019) — 35,99%.

Одне из ключевых целей

Компании Арсагфя - это создание
правильного и представительного
инвестиционного и финансового
портфеля.

Для успешных инвестиций
необходимо понимать то, как быть
эффективными собственниками.

Компания будет развиваться, а уровень
жизни восточных стран, когда
инвесторы свои капиталы в России
станут собирать. Книга «Великая
одиссея наших действий» дает
рекомендации этой задачи.

Совет Директоров и
Управление УК «Арсагфя»

