

© 2010 г.

Баходур Урдашев

кандидат экономических наук

генеральный представитель ТПП Узбекистана в России

Дмитрий Соколов

заместитель генерального директора ЗАО Управляющая компания

«Либра капитал»

(e-mail: sokolov@libra.ru)

НОВЫЙ ЭТАП В РАЗВИТИИ ФИНАНСОВ ПЕНСИОННОЙ СИСТЕМЫ: ПРОИЗВОДНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

Статья посвящена новым инвестиционным возможностям, которые появятся у пенсионных фондов с выходом изменений в законодательство, позволяющих приобретать производные инструменты в целях снижения инвестиционных рисков. Описаны основные ограничения и области применения новых стратегий с конкретными примерами и комментариями экспертов.

Ключевые слова: НПФ, негосударственные пенсионные фонды, управление активами, управление рисками, риск менеджмент, производные инструменты, опционы, фьючерсы.

Положение о снижении (ограничении) рисков, связанных с доверительным управлением активами инвестиционных фондов, размещением средств пенсионных резервов и инвестированием средств пенсионных накоплений и накоплений для жилищного обеспечения военнослужащих, принятие которого обещали сообществу еще с 2006 года, зарегистрировано Министерством юстиции 27 января и вступит в силу (в части пенсионных резервов и закрытых фондов) уже с 1 июля этого года.

Представители ФСФР не упускали случая на каждой конференции и семинаре напомнить слушателям о том, что «документ сложный», «документ важный», который нужно изучать и к принятию которого «надо готовиться». Попробуем разобраться в тех важных новшествах, которые принес в отрасль коллективных инвестиций выход этого Положения.

Производные инструменты – дело рискованное. Начнем с середины документа, а именно, с требований по организации управления рисками в управляющей компании, которая решила использовать в своих инвестиционных стратегиях производные инструменты. Среди причин мирового финансового кризиса эксперты часто упоминают чрезвычайный размах и запутанность высокоразвитого мирового рынка производных

инструментов. В своей статье «Деньги массового поражения»¹ в «Российской газете» Игорь Юргенс приводит следующие цифры: «эксперты оценивают мировой рынок деривативов в 600 триллионов долларов», при этом в 2007 году мировой ВВП составлял 58 триллионов долларов. Безусловно, ключевые причины кризиса лежали в фундаментальной плоскости, но размах рынка деривативов создал эффект цепной реакции, когда один сегмент экономики отдельной страны (ипотека в США) затронул практически все страны.

Наш рынок производных инструментов еще, безусловно, очень молод, но ФСФР в своем документе приняла разумные меры предосторожности, обязав управляющие компании, прежде чем приступать к активным операциям на этом сложном рынке, создать соответствующую систему управления рисками. В Положении описаны минимальные требования, которые должны соблюдаться управляющими – расчет показателей, необходимых для проверки соблюдения указанных в Положении ограничений, установка лимитов на производные инструменты и ежедневный анализ изменения показателей, а также эффективности хеджирования рисков. При этом анализ рисков должен осуществляться по итогам каждого торгового дня (а желательно и в течение дня), что, в свою очередь, предполагает даже для пенсионных резервов и закрытых фондов переход от ежемесячного к ежедневному расчету стоимости чистых активов и всех других указанных в Положении показателей.

При этом желательно, чтобы все эти показатели рассчитывались не в Microsoft Excel портфельным управляющим или контролером, а квалифицированным риск-менеджером с использованием специализированного программного обеспечения. Реализация всей описанной инфраструктуры, несомненно, приведет к значительному росту затрат управляющих компаний.

Так ради чего нанимать квалифицированных риск-менеджеров, создавать дополнительную головную боль бухгалтерам и специалистам по внутреннему учету, программистам и контролерам? Что такого можно сделать с помощью этих производных инструментов, чего нельзя добиться с помощью привычных всем акций, облигаций и депозитов? В чем вообще заключается это «снижение» и «ограничение» рисков?

Основные принципы. В соответствии с Положением в состав активов могут входить опционы и фьючерсы, базовым активом по которым являются индексы, ценные бумаги, биржевые товары или валюта. При этом эти производные инструменты должны быть приобретены на бирже,

¹ "Российская газета", 27 октября 2008 г.

а биржа, в свою очередь, должна раскрывать информацию по этим инструментам в установленном Положением порядке.

Если позиция по срочным контрактам длинная (т.е. рассчитана на увеличение стоимости базового актива), то сумма стоимости такой позиции и стоимости уже имеющегося в портфеле этого базового актива должна удовлетворять инвестиционной декларации. То есть, если в портфеле пенсионных резервов доля акций Сбербанка составляет 5%, то купить фьючерс или опцион «колл» на акции Сбербанка можно еще на 5%, чтобы уложиться в установленные 10% активов на одного эмитента. При этом любая длинная позиция должна иметь эквивалентное покрытие – в составе активов должны быть денежные средства, высоконадежные облигации или депозиты на сумму размера этой позиции.

Для короткой позиции (т.е. рассчитанной на уменьшение стоимости базового актива) также должны соблюдаться требования инвестиционной декларации для соответствующего базового актива. При этом короткая позиция также должна иметь эквивалентное покрытие – ценные бумаги, валюту или другие срочные контракты, динамика которых близка к динамике базового актива короткой позиции (коэффициент корреляции за последние 30 дней больше 0,7). При этом размер покрытия, умноженный на коэффициент «бета», должен превышать размер короткой позиции. Например, продав фьючерс на индекс РТС на 20% объема портфеля, в качестве покрытия этой короткой позиции могут быть выбраны акции Газпрома, Лукойла и Сургутнефтегаза (коэффициенты корреляции на 31.12.2009 соответственно – 0,73, 0,86 и 0,78, коэффициенты «бета» – 0,78, 0,8, 0,81) на сумму не менее 28-30% процентов портфеля.

В фондах для квалифицированных инвесторов размер срочных позиций может превышать установленные инвестиционной декларацией ограничения на соответствующий базовый актив на 20%, при этом стоимость самого базового актива должна соответствовать ограничениям. Размер покрытия также может быть ниже установленного на 20%.

По сути, смысл всех этих ограничений сводится к тому, чтобы не позволить управляющему получить финансовое «плечо» – осуществлять необеспеченные покупки или продажи. В том числе, запрещен выход за установленные инвестиционной декларацией лимиты для базовых инструментов.

Рассмотрим несколько возможных стратегий с применением производных инструментов.

Фьючерс вместо акции. Пенсионные фонды часто имеют в портфеле ликвидные акции ведущих российских компаний и не продают эти ценные бумаги многие месяцы или даже годы. В таком случае экономически обоснованно приобрести не саму акцию, а фьючерс на нее. На счете

брокера будет находиться некоторое обеспечение, а остальную сумму (75-80% от суммы, которую управляющий потратил бы на приобретение акций) можно разместить на депозит или в облигации для получения дополнительного дохода.

Классика – защита капитала + участие в росте рынка. Простейшая стратегия сводится к покупке опциона «колл» на индекс РТС с текущего уровня сроком на 6 месяцев объемом на 30% стоимости портфеля (премия 3-4% от стоимости портфеля) и размещением остальной части портфеля на депозит под 8-9% годовых на аналогичный срок. Через 6 месяцев проценты по депозиту покроют затраты на покупку опциона, и при благоприятной ситуации на фондовом рынке доход от опциона составит 30% от прироста индекса. Разумеется, если значение индекса снизится, доход по портфелю будет ниже доходности депозита – 2-3% годовых.

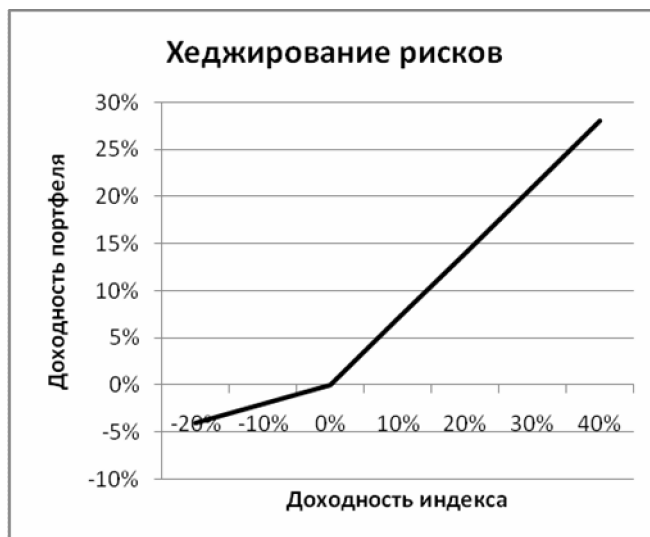


Стоит отметить, что согласно Положению ФСФР объем производных инструментов на индекс не может превышать 30% от стоимости портфеля. Поэтому, если у управляющего есть желание использовать весь доход от депозита на приобретение производных инструментов, то ему придется покупать опционы на конкретные бумаги, каковых, к сожалению, на бирже пока немного, а ликвидность приемлемая только по трем – Газпром, Лукойл и Сбербанк.

Так как на приобретение валюты в состав пенсионных резервов ограничений не установлено, то купить опцион на рубль-доллар можно почти на весь портфель (за вычетом цены опциона). Стоимость такого 6-

месячного опциона составит 3-4%, что позволит поучаствовать в 95-97% росте курса доллара и получить 5-6% минимального дохода от депозита.

Хеджирование рисков. В случае с продажей фьючерсов на индекс требования Положения ФСФР более демократичны – объем такого контракта не должен превышать установленной инвестиционной декларацией (или законодательством) максимальной доли инструментов, по которым потом строится индекс, или 30%, если такое ограничение не установлено. Проще говоря, если для пенсионных резервов установлена максимальная доля акций в 70% от стоимости активов, значит, максимальный объем короткой позиции по индексу РТС – 70%.



С учетом требований по покрытию короткой позиции, можно сформировать портфель акций с высоким коэффициентом корреляции с индексом РТС на 70% активов и купить 6-месячный опцион «пут» от текущего значения индекса РТС объемом на 50% от активов за 3-4%. Остальные средства инвестируются в облигации или размещаются на депозитах. Такой портфель позволит ограничить потенциальный риск снижения стоимости акций – в случае падения рынка доля акций будет составлять по сути лишь 20% от активов, а в случае роста – 70%.

Стоит заметить, что такую «страховку» необходимо приобрести заранее, а не когда «уже все плохо». С наступлением нервозности на рынках в предвкушении скорой перемены тренда цены на опционы могут значительно вырасти.

Нормирование доходности. Пенсионные фонды, размещая пенсионные резервы и накопления, рассчитывают, как правило, на доходность, превышающую инфляцию на 3-6%. Если пенсионный фонд готов ограни-

чить сверху потенциальную прибыль, можно с помощью производных инструментов значительно повысить вероятность получить доход в заданном диапазоне. Продав опцион «колл» на акцию или индекс со страйком на 17-20% выше текущего уровня, можно получить дополнительно прибыль в размере 2-3% годовых.



Ограничив доходность сверху в 18% при классической стратегии по покупке опциона «колл» на индекс можно получить не 2-3% минимального дохода, а 5-6%, что уже сопоставимо с доходностью депозита даже без учета возможного роста рынка.

Парный арбитраж. Покрытием короткой позиции могут выступать не только ценные бумаги, но и производные инструменты на ценные бумаги со сходной динамикой. Например, динамика цен акций Лукойла, Сургутнефтегаза и Роснефти очень сходна с динамикой цен на нефть. Соответственно, можно сделать вывод, что кратковременное «отставание» цен одной из ценных бумаг от других будет рано или поздно компенсировано. Продавая фьючерс на более дорогие акции и покупая на аналогичную сумму фьючерс на дешевые акции, степень корреляции между которыми высока, управляющий получает возможность получить доход, фактически не беря на себя рыночный риск. Такие стратегии называются «парный арбитраж», поскольку базируются на предположении, что цены сходных компаний должны в краткосрочной перспективе двигаться синхронно. Хорошим примером может служить поведение акций Роснефти и Лукойла в конце 2009- начале 2010 года – рост цен на акции Лукойла в течение двух месяцев был значительно ниже (до 10%) , чем рост цен на акции Роснефти. К концу января доходности обеих акций выровнялись.

Использование данной ситуации могло принести удачливому управляющему 5-10% дополнительного «вне рыночного» дохода.



И все? Разумеется, нет! Опционные стратегии многообразны. Кроме того, ситуация на рынке меняется каждый день, и только опытный портфельный управляющий способен оценить, какая именно стратегия нужна в текущей ситуации. К сожалению, срочный рынок в России еще очень слабо развит. Большое число действительно интересных стратегий не будут реализованы не из-за строгости Положения, разработанного ФСФР, а из-за отсутствия соответствующих инструментов на секциях срочного рынка российских бирж. Сроки исполнения опционов, представленных на российском рынке, не превышают 6 месяцев, а выбор базовых инструментов и уровень ликвидности контрактов очень низкий. Тем не менее, возможно, что именно спрос со стороны участников рынка коллективных инвестиций на производные инструменты позволит срочному рынку развиваться более динамично.