

## Гарантированные Инвестиционные Фонды

© 2004, Nexus Ltd

Опубликовано в Offshore Journal

В наше время стагнации мировой экономики, угрожающего роста цен на нефть, разгула терроризма и борьбы с ним так хочется чего-нибудь спокойного, надежного, гарантированного. Рынки ценных бумаг всегда остро реагируют на геополитические перемены и поэтому на биржах царит нервозность и нестабильность.

Напуганные таким поведением рынков, инвесторы ищут возможности защитить свои средства от потерь. Даже некоторые признаки наметившегося роста экономики не успокаивают инвесторов. На этом фоне инвестиционные фонды с защитой основного капитала (гарантированные инвестиционные фонды) приобретают все большую популярность. Растущий спрос порождает все новые гарантированные инвестиционные продукты.

### Общие принципы

Большинство гарантированных фондов устроены по одному принципу, который описан на Рис.1. Часть инвестируемых средств используется для приобретения гарантии возврата инвестированного капитала, а оставшиеся средства инвестируются для получения дохода. Различия между гарантированными фондами наблюдаются только в том, каким образом и куда вкладываются средства, оставшиеся после приобретения гарантии.

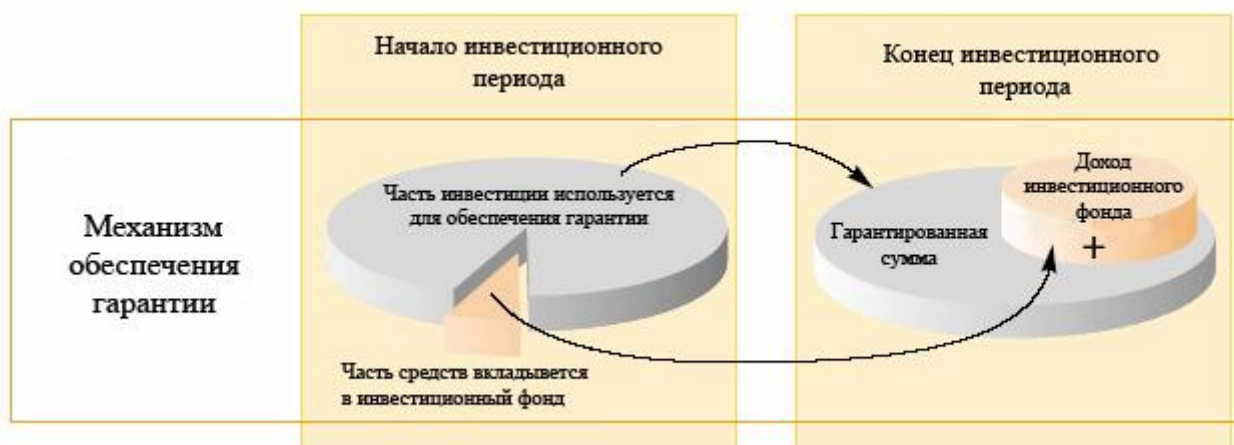


Рис.1. Общий принцип деятельности гарантированных инвестиционных фондов

В большинстве случаев гарантия обеспечивается бескупонной облигацией. Бескупонная облигация выпускается банками или другими финансовыми компаниями. По этой облигации не выплачиваются проценты, но она продается со скидкой от номинала. Чем больше промежуток времени от эмиссии до погашения, тем больше скидка. При погашении держателю выплачивается ее номинальная стоимость. Разница между ценой приобретения и номинальной стоимостью и есть доход держателя. Поскольку эмитент – это компания с высоким кредитным

рейтингом доход по бескупонным облигациям очень маленький. В лучшем случае он незначительно превышает инфляцию.

Условия гарантии в разных фонда могут значительно отличаться. Размер гарантированной суммы может колебаться от 85% до 110% от первоначально инвестированной. Соответственно, будет меняться потенциальная доходность фонда. Чем выше гарантия – тем меньше возможный доход, и наоборот. Некоторые фонды также гарантируют минимальный доход, обычно в виде регулярных выплат небольших процентов. Потенциальная доходность таких фондов еще ниже, поскольку в инвестиционный фонд поступает еще меньшая часть средств инвестора.

Важный момент – качество гарантии. Оно определяется кредитным рейтингом гаранта. Обычно этот рейтинг не ниже AA- по шкале рейтингового агентства Standard & Poors.

У всех гарантированных фондов прослеживаются некоторые общие черты. Сроки инвестирования обычно фиксированы и превышают 3 года. Воспользоваться гарантией можно только в конце срока деятельности фонда. Если необходимо изъять средства раньше, то не исключены потери, в том числе и части первоначально инвестированной суммы. Ликвидность инвестиции ограничена, т.е. изымать средства можно только в установленные сроки (обычно раз в месяц или квартал).

Рассмотрим подробнее два наиболее распространенных класса гарантированных фондов - *гарантированные индексные фонды (ГИФ)* и *гарантированные хедж фонды (ГХФ)*.

## **Гарантированные индексные фонды (ГИФ)**

Определим основные понятия.

Индекс (Фондовый индекс) - средневзвешенное значение цен определенного набора ценных бумаг.

Ценные бумаги для индекса отбираются по критерию частоты покупки-продажи на бирже и по тому, насколько серьезно ситуация в данной фирме влияет на ситуацию в отрасли или в экономике страны в целом.

В зависимости от набора составляющих индекс ценных бумаг, он может отражать либо состояние какой-либо отрасли либо экономики страны в целом.

Два наиболее известных индекса - это Промышленный Индекс Доу-Джонса (DJI) и S&P 500

Индексный фонд - это паевой фонд, инвестиционный портфель которого аналогичен фондовому индексу. Например, индексный фонд, ориентирующийся на индекс S&P 500 приобретает акции 500 компаний, которые входят в индекс. Соотношение акций в фонде такое же, как и в индексе. Очевидно, что доход такого индексного фонда повторяет движение индекса S&P 500.

Активное управление инвестиционным фондом предполагает подбор составляющих портфеля по некоторому критерию и периодический пересмотр его структуры в расчете догнать и перегнать рынок. При индексном инвестировании структура портфеля определяется составом расчетной базы индекса, т.е. аналитическая работа по оценке и отбору акций или облигаций не требуется. Такое инвестирование называется еще пассивным. Управляющий портфелем пересматривает его структуру только в том случае, если в расчетной базе индекса

произошли какие-то изменения, и их нужно соответствующим образом отразить в портфеле. Пассивный подход к управлению инвестиционным портфелем преследует цель не догнать и перегнать рынок, а просто оседлать его.

Для управления индексным фондом не требуется много времени. Также нет необходимости нанимать высококлассных, дорогостоящих специалистов. Поэтому затраты на управление таким фондом очень маленькие и составляют десятые доли процента от активов фонда. В активно управляемых фондах эти расходы в десятки раз выше..

Многие биржевые аналитики уверены, что индексные фонды, наиболее прогрессивный и надежный способ инвестирования. У них есть на то серьезные основания. Давайте сравним результаты деятельности среднего активно управляемого инвестиционного фонда акций с ростом индекса S&P 500.

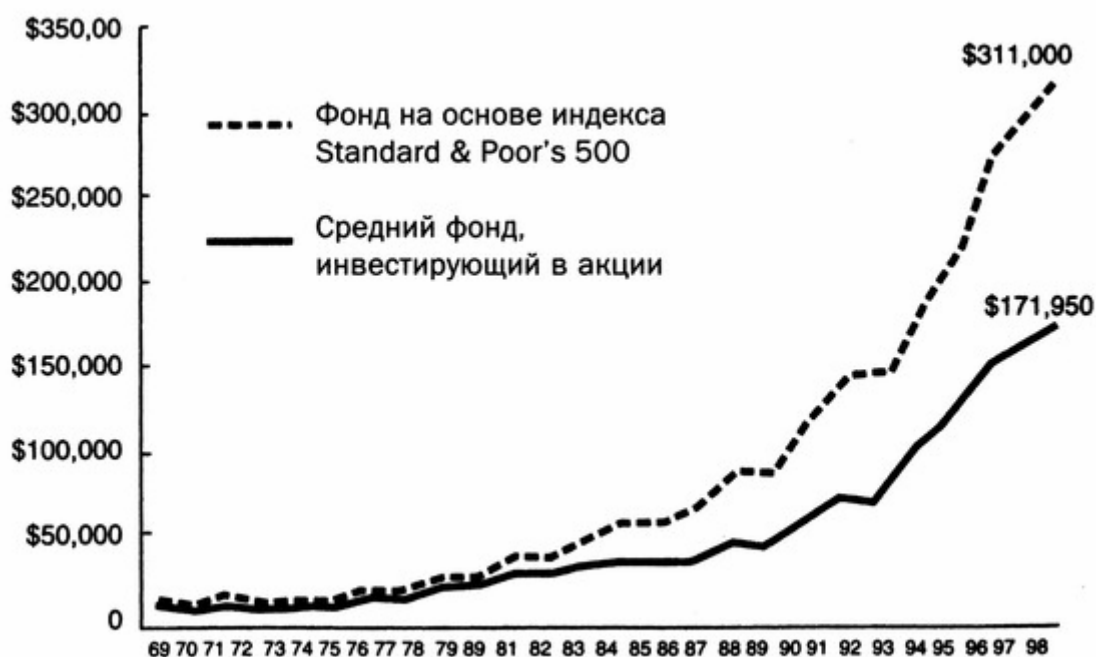


Рис.2. Стоимость \$10 000, инвестированных в 1969 году

Многолетние статистические данные показывают, что на значительных отрезках времени (более 5 лет) доходность подавляющего большинства активно управляемых фондов ниже доходности пассивных индексных фондов. Правда в большинстве этих исследований хедж фонды не рассматривались.

Еще одно достоинство индексных фондов - их высокая ликвидность, поскольку большинство из них торгуются на биржах. То есть такую инвестицию можно закрыть в течение нескольких секунд. Но это относится к негарантированным индексным фондам. Как только появляется гарантия, ликвидность падает. Гарантированную инвестицию можно будет погасить не раньше чем через 3-5 лет. Досрочный выход если и возможен, то связан с потерями (3%-5% а иногда и больше).

Из-за необходимости тратить большую часть первоначальной инвестиции на приобретение гарантии управляющему фондом остается очень мало средств для доходного инвестирования. Чтобы повысить доходность, а стало быть и привлекательность фонда для инвесторов, менеджеры фонда используют опционы

и другие производные инструменты. Т.е. на оставшиеся деньги приобретается, например опцион «колл»<sup>1</sup> на индекс. Срок исполнения такого опциона равен сроку деятельности фонда. Если индекс поднимется выше цены исполнения опциона, доход может быть значительно больше чем при традиционном инвестировании.

Для практического инвестирования инвестору все эти тонкости знать не обязательно. Да и фонд обычно привлекает для операций с опционами специализированную компанию.

Следить за деятельностью фонда очень легко. В документации ГИФ приводится формула, по которой определяется доход фонда в зависимости от базового индекса, а за поведением индексов можно непрерывно следить через Интернет.

Чем же хороши гарантированные индексные фонды? Они объединяют достоинства средне- долгосрочных депозитных программ и традиционных индексных фондов. В обмен на ухудшение ликвидности инвестор получает уверенность в том, что если индекс за период инвестирования дохода не принесет, он получит первоначально инвестированную сумму, а может и небольшой доход. Если же индекс будет расти, то инвестор получит доход значительно больше депозитного процента, хотя и меньше чем при традиционном инвестировании в индексный фонд.

А вот на получение дохода в любых рыночных условиях ориентирован другой класс фондов - хедж фонды.

### **Гарантированные хедж фонды (ГХФ)**

Первый хедж фонд основал А.У.Джонсон в США в 1949 г. Джонсон объединил две инвестиционных методики – одновременное открытие длинных и коротких позиций<sup>2</sup> и леввереджа<sup>3</sup>.

Короткие позиции и леввередж традиционно считаются рискованными операциями. Однако, используя короткие позиции в сочетании с длинными, Джонсону удалось этот риск уменьшить. Он обратил внимание на то, что на фондовом рынке существуют два различных источника риска: риск неудачного выбора конкретных акций и риск общего падения рынка. Занимая одновременно длинные и короткие позиции по акциям, он смог контролировать рыночный риск. Для увеличения инвестиционного капитала он использовал леввередж. Джонс открывал длинные позиции по тем акциям, которые считал недооцененными, а короткие – по переоцененным. Фонд считался “захеджированным” в том смысле, что портфель был разделен на длинные позиции, которые приносят прибыль в случае роста рынка, и короткие позиции, которые приносят прибыль в случае его падения. Отсюда возник термин “хедж-фонд”.

---

<sup>1</sup> Покупка опциона «колл», это сделка, в рамках которой покупатель приобретает право купить у продавца опциона некий актив в любое время до оговоренной даты по определенной цене.

За получение данного права покупатель выплачивает продавцу в момент заключения вознаграждение - опционную премию.

<sup>2</sup> Короткая позиция заключается в том, что какая-либо ценная бумага берется в займы и продается с тем расчетом, что ее можно будет купить на рынке по более низкой цене до того, как наступит срок возврата ее кредитору.

<sup>3</sup> Леввередж (leverage) дословно означает «использование рычага». В области инвестиций термин леввередж обозначает совокупность методов повышения доходности без увеличения суммы инвестиции. Обычно для этого используются заемные средства а также производные ценных бумаг (опционы, ворранты и пр.)

Единого определения хедж фонда не существует. Приведу несколько наиболее распространенных:

- Высокорисковый инвестиционный фонд, доступный преимущественно богатым инвесторам, которые рассчитывают получить высокий доход за счет повышенных рисков (Money Central Investor).
- Агрессивно управляемый инвестиционный портфель, использующий спекулятивные методы получения прибыли (Investopedia.com).
- Свободный от государственного регулирования частный инвестиционный пул, который размещает средства инвесторов как в инструменты денежного рынка, так и в производные ценных бумаг, используя для повышения доходности леввередж. (Томас Шнивейс, Университет штата Массачусетс).

Базовые принципы хедж фондов радикально отличают их от индексных. Сторонники индексных фондов утверждают, что рынки становятся все более эффективными и ликвидными, а в таких условиях извлекать устойчивый доход за счет активного управления портфелем становится крайне сложно. У идеологов хедж фондов позиция прямо противоположная. Они не приемлют постулаты традиционной экономической теории: гипотезу эффективных рынков и современную теорию инвестиционного портфеля. Большинство стратегий хедж фондов как раз и построены на неэффективности рынка. Эти фонды ориентируются на абсолютный доход, т.е. доход который не зависит от состояния рынков и индексов. Судя по мощному потоку денег в хедж фонды за последнее десятилетие это им неплохо удается. Хотя, конечно нужно сделать поправку на удручающее состояние экономики и отсутствие выраженных тенденций роста. В таких условиях почти все индексные фонды убыточны.

Свободные от государственного регулирования и догматов официальной экономической науки, хедж фонды стали полигоном для отработки нетрадиционных инвестиционных стратегий. Часто у истоков успешных фондов стоят не экономисты а физики и математики. Приведу замечательный пример такого хедж фонда. Это Medallion Fund, под управлением компании Renaissance Technologies Corporation. Все сотрудники компании имеют высшее техническое образование и только два человека из команды профессионалы Уолл Стрит. Директор компании Джим Симонс – профессор математики, специалист в области криптографии. Фонд действует с 1986 года, стабильно принося инвесторам больше 30% в год. За последние 10 лет доходность еще больше – 40% годовых. И это при ежегодной комиссии около 5% от стоимости активов! Кроме того, инвестиционный управляющий оставляет себе 40% полученной прибыли. Сто тысяч долларов, инвестированных при старте фонда сегодня превратились в 11 миллионов.

Хедж фонды считаются более рисковыми по сравнению с традиционными фондами. Такое мнение не всегда оправдано, но изменить отношение инвесторов удалось благодаря введению различных механизмов страхования и гарантий.

Гарантированные хедж фонды позволяют начинающим инвесторам ощутить выгоды альтернативных инвестиционных стратегий, не беспокоясь о потерях.

Как же устроены гарантированные хедж фонды? Их общий принцип такой же как в индексных фондах. Т.е. сумма инвестиции делится на две части. Первая часть используется на приобретение бескупонной облигации, а вторая инвестируется в базовый фонд. Только теперь этот базовый фонд – хедж фонд. На этом их сходства заканчиваются.

На практике инвестиция в гарантированный хедж фонд выражается в приобретении облигаций компании- эмитента, которая и организует всю структуру.

Срок погашения таких облигаций от 3 до 10 лет. Основные особенности этих облигаций:

- Гарантия основного капитала. Гарант (обычно крупный банк) предоставляет гарантию возврата инвестированной суммы. Уровень гарантии по желанию инвестора может меняться от 90% до 100%. эта сумма будет выплачена независимо от результатов деятельности фонда. Надежность гарантии зависит от кредитного рейтинга гаранта.
- Гарантированный доход. Предлагается не всеми гарантированными фондами. Этот доход либо реинвестируется, либо выплачивается в виде регулярных купонных платежей. Обычно это 2%-4% в год.
- Участие в доходах базового хедж фонда. Выражается в процентах от дохода хедж фонда.

Со временем структура ГХФ эволюционировала и сегодня на рынке можно встретить фонды трех поколений.

### Первое поколение

Фонды этого типа появились в начале 80-х прошлого века.

Как устроен такой фонд легко понять из Рис. 3.

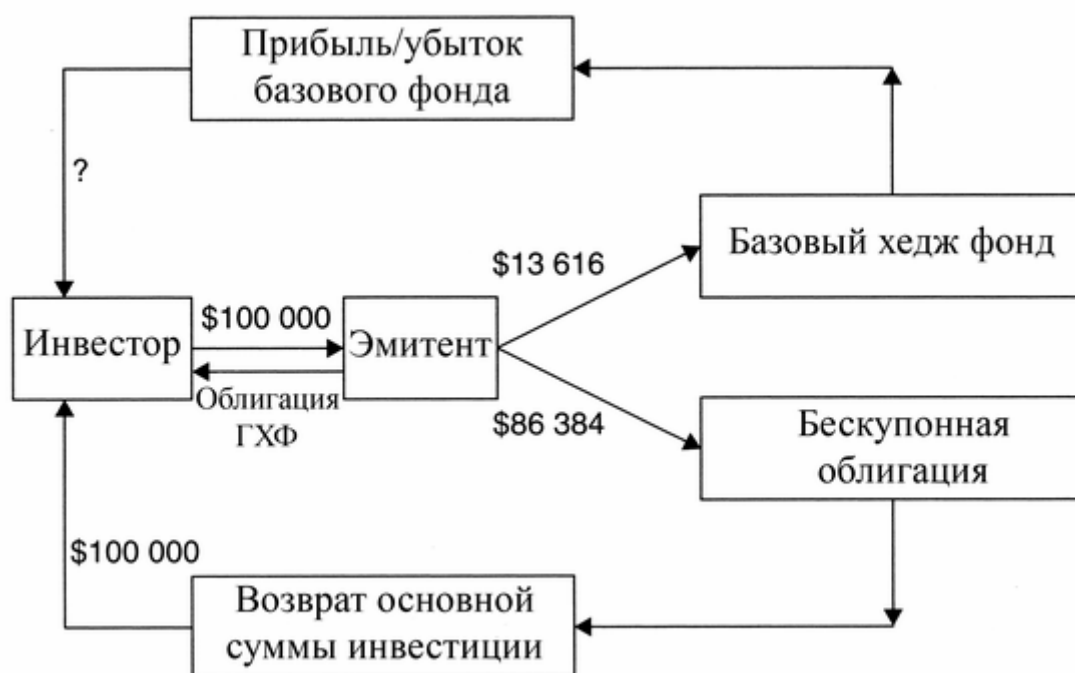


Рис. 3. Структура гарантированного хедж фонда первого поколения

Организатор фонда выпускает облигации и предлагает их инвесторам. Полученные от инвесторов средства распределяются между бескупонными облигациями и акциями базового хедж фонда. Бескупонные облигации обеспечивают гарантию возврата основной суммы. Дата погашения облигаций совпадает с датой завершения деятельности фонда.

Например, как показано на рис. 3, инвестор решил вложить в трехлетний ГХФ 100 000 долларов. В подтверждение инвестиции он получает облигацию ГХФ. Менеджер фонда приобретает бескупонную облигацию с номиналом 100 000 долларов со

сроком погашения через три года. При процентной ставке 5% в год сегодня такая облигация стоит 86 384 доллара, т.е. он дисконтируется на 13 616 долларов. Оставшиеся после приобретения бескупонной облигации средства инвестируются в базовый хедж фонд. Допустим базовый фонд за период инвестиции заработал 50%. Т.е. инвестированная в фонд сумма увеличилась до 20 424 доллара. Таким образом, после выхода из ГХФ инвестор получит 120 424 доллара. В пересчете на сумму инвестиции доход инвестора окажется всего 20,42%, то есть 40,84% от дохода, который принес базовый фонд. Процент от дохода базового фонда, который получает инвестор ГХФ, называется коэффициент участия. У гарантированных фондов первого поколения этот коэффициент очень низкий.

#### Второе поколение ГХФ - использование опционов

Для повышения коэффициента участия фонды этого типа используют опционные методики, которые упоминались при рассмотрении индексных гарантированных фондов.

Как и прежде менеджеры фонда делят первоначально инвестированную сумму на две части. Одна часть используется для приобретения бескупонных облигаций, но теперь оставшаяся часть используется для приобретения опционов "колл". Опционы "колл" позволяют получить значительный левередж. То есть, при незначительных затратах собственных средств участие в доходах базового фонда намного возрастает.

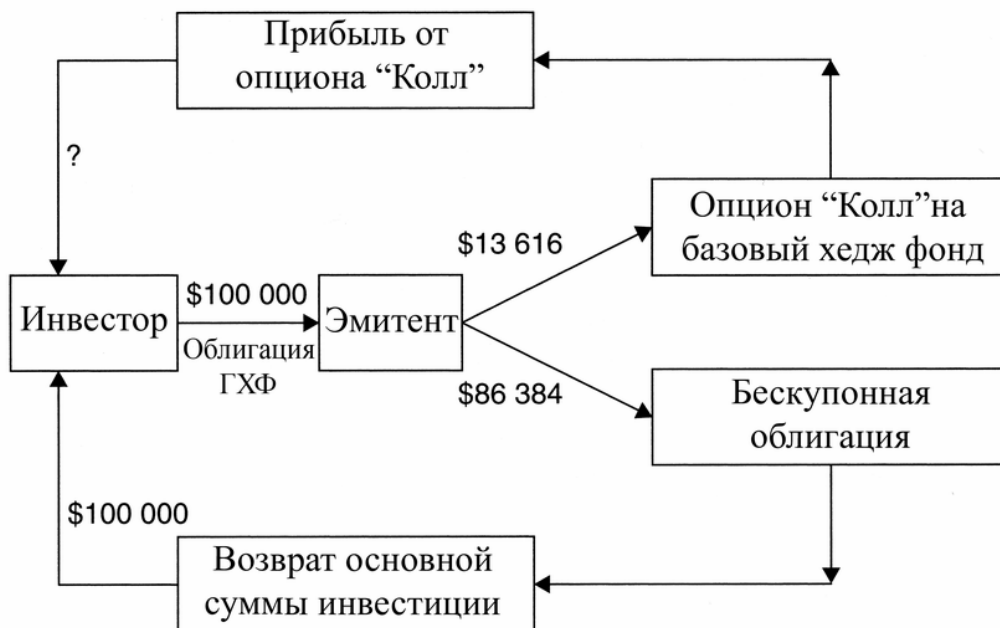


Рис.4. Гарантированный хедж фонд второго поколения

На Рис. 4. приведена схема ГХФ второго поколения. Рассмотрим сценарий аналогичный предыдущему. За 100 000 долларов инвестор приобретает облигацию гарантированного хедж фонда. Как и в предыдущем примере 86 384 доллара необходимо затратить на приобретение 3-х летней бескупонной облигации с номиналом 100 000 долларов. На оставшиеся же 13 616 долларов приобретаются опционы "колл". Например, стоимость 3-х летнего опциона "колл" с ценой исполнения на уровне номинальной стоимости акций базового фонда равна 20%. По сути это означает, что за право претендовать на доход от 1000 долларов, вложенных в базовый фонд нужно заплатить всего 200 долларов. Таким образом

опцион дает инвестору леввередж (рычаг) 1 к 5. В нашем примере это означает, что на сумму 13 616 долларов менеджеры фонда могут приобрести опцион на 68 080 долларов участия в фонде. Покупка опциона на таких условиях означает получение права купить через 3 года акции фонда по номинальной стоимости на сумму 68 080 долларов.

Посмотрим что будет если за 3 года фонд принесет 50% прибыли. Стоимость опциона будет равна разнице между возросшей стоимостью активов базового фонда ( $68\ 080 + 34\ 040 = 102\ 120$ ) и стоимостью исполнения опциона - 68 040, т.е. 34 040 долларов. Вместе с гарантированной основной суммой инвестор получит 134 040 долларов. Коэффициент участия инвестора в прибыли базового фонда будет 68,08%

Но у леввереджа есть и обратная сторона. Если базовый фонд окажется в убытке, то стоимость опциона на день исполнения обратится в ноль и инвестор получит только гарантированную основную сумму инвестиции. В фонде первого поколения потери инвестора были бы меньше.

#### Фонды третьего поколения - динамический баланс

Эти фонды построены на принципах динамического управления структурой фонда. Основной механизм их деятельности очень прост. Средства инвесторов вкладываются в портфель, состоящий из бескупонных облигаций и акций базового хедж фонда. В процессе деятельности фонда капитал перемещается между составляющими портфеля в соответствии с неким заранее определенным алгоритмом. У этой стратегии есть две разновидности:

- Пороговое гарантирование от рыночных рисков (Contingent Immunisation - CI)
- Непрерывное ребалансирование портфеля (Constant Proportion Portfolio Insurance - CPPI).

Метод порогового гарантирования работает следующим образом. Менеджер фонда постоянно сравнивает стоимость портфеля со стоимостью бескупонной облигации, которую нужно купить, чтобы обеспечить инвестору возврат основной суммы инвестиции. Заметим, что со временем стоимость этой облигации растет и на конец срока инвестирования сравнивается с суммой инвестиции.

Если базовый фонд работает успешно и стоимость портфеля превышает эту цифру, все средства остаются в базовом фонде. Но если фонд работает плохо и стоимость портфеля приблизится к стоимости бескупонной облигации, все средства изымаются из базового фонда и переводятся в бескупонные облигации. Инвесторы таким образом защищаются от возможных потерь. Недостаток такого метода балансирования очевиден. После перевода средств в бескупонные облигации они остаются там до окончания деятельности фонда и погашения бескупонной облигации. Если это случилось, у инвесторов больше нет надежды получить доход.

Фонды типа CPPI управляются более тонко. В процессе деятельности фонда происходит регулярное перераспределение активов между бескупонными облигациями и акциями базового фонда. Если базовый фонд приносит прибыль, больше капитала перемещается из бескупонных облигаций в акции фонда, и наоборот. Задача такого перемещения – при любых обстоятельствах обеспечить достаточные средства для возврата инвестору первоначальной инвестиции.

Работу фонда типа CPPI иллюстрирует Рис. 4.



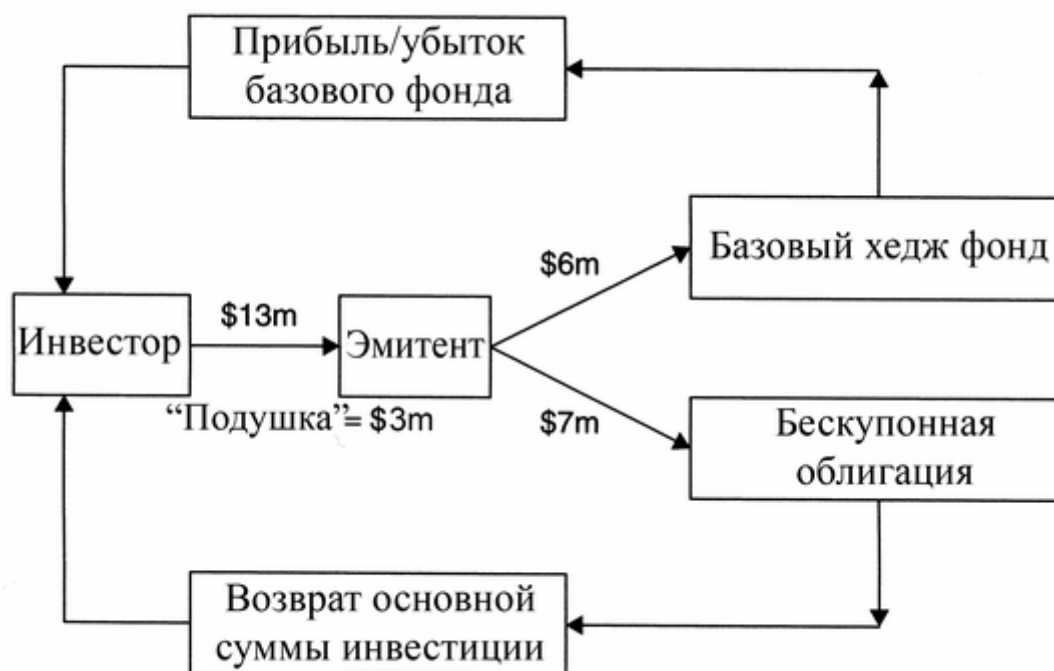


Рис. 4. Третье поколение гарантированных хедж фондов (разновидность CCPI)

Для пояснения принципа деятельности фонда необходимо ввести несколько понятий.

**Базис** – сумма средств, которую необходимо инвестировать в бескупонные облигации для обеспечения гарантированного возврата первоначальной инвестиции. С приближением к дате окончания деятельности ГХФ значение базиса возрастает.

**Коэффициент агрессивности** – показатель агрессивности стратегии. Если он равен 1, это неагрессивная стратегия, Если он больше 1, то это означает, что для повышения дохода используется леввередж. Леввередж - это обоюдоострый меч, за возможность получить большую прибыль он существенно увеличивает волатильность и риск.

**Частота ребалансирования портфеля.** Например, один раз в месяц.

**«Подушка».** Разница между значением базиса и стоимостью чистых активов фонда.

Чтобы произвести ребалансирование сначала определяется «подушка». Затем она умножается на коэффициент агрессивности и полученная сумма инвестируется в базовый фонд. Остальная часть портфеля инвестируется в бескупонные облигации.

Пример на рис. 4 иллюстрирует распределение активов на момент начала деятельности фонда. Стоимость чистых активов равна 13 миллионов, базис - 10 миллионов, коэффициент агрессивности - 2. Следовательно, «подушка» равна 3 миллиона (13 м - 10 м). В базовый фонд инвестируется 6 миллионов (3 м x 2), а в бескупонные облигации – 7 миллионов (13 м – 6 м).

**Достоинства и недостатки гарантированных фондов**

Из вышесказанного читатель уже мог получить представление о достоинствах и недостатках гарантированных фондов. Коротко подытожим их:

Главное их достоинство – защита от риска потерять всю сумму инвестиции.

Недостатки:

- низкая ликвидность,

- высокие расходы в связи со сложной структурой (особенно в гарантированных хедж-фондах),
- гарантия снижает потенциальную доходность инвестиции.

### Выводы и рекомендации

Гарантированные фонды – удобный и надежный способ инвестирования, если вы не планируете изымать вашу инвестицию как минимум 3 и более лет. Минимальный объем инвестиций в такие фонды колеблется от 10 до 100 тысяч долларов. Больше всего они подходят начинающим инвесторам с невысокой склонностью к риску. Соответственно, их максимальная ожидаемая доходность ограничена. На практике она колеблется от 7% до 12%, за редким исключением достигая 15%-17% на отрезках времени 3-5 лет.

Процедура инвестиции, как правило, очень простая. Достаточно заполнить форму и предоставить документы удостоверяющие личность бенефициара.

Ввиду кардинально различных стратегий инвестирования индексных и хедж фондов их целесообразно совмещать в общем инвестиционном портфеле. Таким образом достигается большая диверсификация. Если в портфель добавить еще несколько основных инструментов (облигации, биржевые товары, недвижимость) то необходимость в гарантии отпадет вообще, поскольку риски портфеля в целом станут намного меньше рисков каждого из его составляющих.

### Полезные ссылки

[www.sp-funds.com](http://www.sp-funds.com) - база данных инвестиционных фондов агентства Standard & Poors

<http://www.hedgefund.com> – одна из наиболее известных групп компаний в области хедж фондов.

<http://www.hedgefundcenter.com> Независимый центр мониторинга хедж фондов.

### Литература:

Francois-Serge Lhabitant. Hedge Funds (Myths and Limits). John Wiley & Sons Ltd © 2002.

Robert A. Jaeger. All About Hedge Funds. McGraw Hill © 2003

Investment International Magazine.

Portfolio International Magazine.

М. Томсетт. Торговля опционами. Альпина Паблишерз © 2001

### Дополнительная информация:

[info@nexus.ua](mailto:info@nexus.ua)

[www.nexus.ua](http://www.nexus.ua)