

Артамонов М.С., студент магистратуры Финансового Университета при
Правительстве Российской Федерации

Научный руководитель: Куликова Е.И., доцент, к.э.н.

ПРИМЕНЕНИЕ ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ УПРАВЛЯЮЩИМИ КОМПАНИЯМИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ

Аннотация. В текущих условиях сильной волатильности мировых финансовых рынков вопрос использования управляющими компаниями производных финансовых инструментов (ПФИ) в управлении активами инвестиционных фондов является очень актуальным. Применение ПФИ дает управляющей компании большую гибкость при управлении активами фонда, позволяет снизить колебания стоимости пая (акции), увеличить доходность или ограничить убытки фонда. В данной статье будут рассмотрены особенности регулирования и применения ПФИ инвестиционными фондами США и Германии (в рамках UCITS), проанализированы особенности применения в России и возможные перспективы развития.

Ключевые слова: инвестиционные фонды, производные финансовые инструменты, Россия, США, UCITS.

Annotation: In the current environment of strong volatility of global financial markets, the use of derivatives by management companies in the asset management of investment funds is considered an important issue. The use of derivatives provides a fund manager with greater flexibility in the management of fund assets, allows to reduce fluctuations in share value and to increase the yield of a fund or limit losses. In this article, we examine regulation and use of derivatives by US and German investment funds (as part of UCITS) and analyze the peculiarities of their application in Russia and the possible prospects of development.

Keywords: investment funds, derivatives, Russia, USA, UCITS.

В текущих условиях сильной волатильности мировых финансовых рынков вопрос использования управляющими компаниями производных финансовых инструментов в управлении активами инвестиционных фондов является очень актуальным. Применение производных финансовых инструментов (ПФИ) дает управляющей компании большую гибкость при управлении активами фонда. В частности, управляющие могут использовать ПФИ с целью хеджирования процентных, валютных или рыночных рисков; заменять вложения в акции, облигации, валюту, товары инструментами срочного рынка, базовым активом которых могут быть указанные активы. Таким образом, помимо гибкости в управлении активами и возможности создания портфеля, имеющего желаемые характеристики, риски и доходность, грамотное использование инструментов срочного рынка позволяет управляющим компаниям фондов снизить колебания стоимости пая (акции), увеличить доходность фонда.

В России применение управляющими компаниями ПФИ в управлении активами паевых инвестиционных фондов стало возможным только в 2010 году (в 2012 году – НПФ), в следствие чего управляющие компании редко используют ПФИ при управлении активами инвестиционных фондов. Совсем на другой стадии находится применение инвестиционными фондами производных финансовых инструментов в США (чистые активы фондов которой составляют почти \$16 триллионов или 50% чистых активов взаимных фондов всех стран) и в Европе (\$9,5 триллионов или 30%) [4]. В данной статье будут рассмотрены особенности регулирования и применения ПФИ инвестиционными фондами США и Германии (в рамках UCITS), проанализированы особенности применения в России и возможные перспективы развития.

В США взаимные фонды регистрируются в Комиссии по ценным бумагам (Securities exchange commission, далее – КЦБ) и осуществляют свою деятельность в соответствии с Законом об инвестиционных фондах (Investment company act 1940) [2], который дополняют опубликованные КЦБ материалы и ответы Комиссии на вопросы заинтересованных сторон в отношении применения соответствующих законов. Статья 18(f) закона об инвестиционных фондах является самой релевантной частью,

затрагивающей применения рычага. В частности, фондам запрещается выпуск любых старших ценных бумаг (облигации, долговые расписки, привилегированные акции). Взаимные фонды могут заключать срочные контракты как на бирже, так и на внебиржевом рынке. Можно выделить следующие общие ограничения на использование эффекта рычага взаимными фондами:

1) Фондам позволяется привлекать банковские займы при условии наличия покрытия в размере 300% от суммы займа (рычаг не более 33,33% от стоимости чистых активов фонда), а краткосрочные займы (не более 60 дней) – без покрытия в размере не более 5% от СЧА.

2) В отношении производных финансовых инструментов, по которым не возникают потенциальные обязательства в будущем (длинные позиции по опционам, CDS), ограничения отсутствуют, а покрытие не требуется.

3) В отношении ПФИ, по которым возникают потенциальные обязательства в будущем (фьючерсы, форварды, короткие позиции по опционам и CDS), а также коротких продаж фонды должны иметь достаточное покрытие соответствующих открытых позиций.

КЦБ отмечает факты частой недооценки потенциальных обязательств фондов (сумма, для которой должно иметься покрытие), что позволяет фондам увеличить размер открытых позиций по ПФИ. Кроме того, отсутствуют ограничения к операциям, указанным в п.2. Как следствие, общая сумма (номинальная стоимость) открытых позиций по ПФИ, как создающих, так и не создающих потенциальные обязательства перед третьими лицами, может превышать СЧА фонда.

В последние годы данный вопрос стал сильно волновать как общественность, так и самого регулятора. Так, в декабре 2015 года сотрудниками КЦБ выпущен отчет о применении ПФИ зарегистрированными инвестиционными компаниями [5]. Исследование проводилось ввиду отсутствия какой-либо точной и надежной информации о степени использования ПФИ фондами. В результате авторами были получены следующие данные:

- Многие фонды не используют ПФИ даже если их инвестиционные декларации позволяют осуществление подобных операций. Например, 77% фондов согласно

своим декларациям имеют право использовать опционы на акции, но только 6% их применяли в отчетном периоде. В целом, 32% фондов имели одну или более открытых позиций в ПФИ. Таким образом, из всех фондов 68% не имели открытых позиций, у 89% фондов величина открытых позиций была менее 50% от СЧА, у 96% - менее 150% от СЧА, у 4% более 150%.

- Самыми используемыми инструментами являются: валютные форварды (13% фондов), фьючерсы на акции (12%) и процентные фьючерсы (11%). Свопы на акции, проданные опционы, процентные свопы и кредитные дефолтные свопы использовались 4% фондов.

В течение последних месяцев на обсуждении находятся новые правила КЦБ, затрагивающие применение ПФИ инвестиционными компаниями [7]. Данные правила ограничивают величину открытых позиций по ПФИ (фонд может выбрать одно из ограничений):

- сумма открытых позиций по ПФИ и финансовых обязательств не должна превышать 150% от СЧА фонда;
- при удовлетворении критериям рисков, основанным на оценке Value-at-Risk (если при использовании ПФИ портфель фонда имеет меньший рыночный риск, чем без них) – не более 300% от СЧА фонда.

Кроме этого, фонды будут обязаны сегрегированно хранить активы (денежные средства и их эквиваленты), равные сумме двух составляющих:

1. Суммы, которую фонд будет обязан заплатить в случае закрытия позиций по ПФИ в момент определения
2. Дополнительная потенциальная сумма (рассчитанная на основе рисков), которую фонд будет обязан заплатить в случае закрытия позиций по ПФИ в стрессовых условиях.

В дополнение к озвученным выше ограничениям и требованиям фонды, осуществляющие активные операции с ПФИ и сложными деривативами будут обязаны утвердить формализованную программу риск-менеджмента, контроль за соблюдением которой будет осуществлять менеджер по рискам ПФИ.

Таким образом, можно отметить, что операции взаимных фондов США с ПФИ недостаточно регулируются, в следствие чего некоторые фонды избыточно используют ПФИ, подвергая высоким рискам инвесторов. Без сомнений, в ближайшее время будут выпущены новые правила КЦБ, ограничивающие использование деривативов, что должно решить имеющуюся проблему.

В Германии большинство фондов подпадают под стандарты директивы UCITS (85/611/ЕЕС) и осуществляют свою деятельность в соответствии с законом о капитальных вложениях или Kapitalanlagegesetzbuch, 2013 (KAGB) Начиная с 2004 года, фонды UCITS имеет право инвестировать средства в широкий набор финансовых инструментов: ценные бумаги, инструменты денежного рынка, банковские депозиты, акции инвестиционных фондов, деривативы. Приобретение драгоценных металлов или их сертификатов запрещено. Помимо этого, фонды должны соблюдать ограничения по займам, сделкам репо, продажам без покрытия, а также лимиты по концентрации активов на одного эмитента и по видам финансовых инструментов [6].

В соответствии с требованиями KAGB фонды могут привлекать краткосрочные займы на срок не более 1 года на сумму, не превышающую 10% СЧА фонда. Фонды, использующие ПФИ должны соблюдать лимиты по потенциальному рыночному риску, создаваемому деривативами, который определяется величиной Value-at-Risk (VaR). Обычно «относительный» или «абсолютный» подход к расчету VaR используется для оценки рыночного риска. В соответствии с требованиями законодательства, отношение величины VaR портфеля к величине VaR эталонного фонда без деривативов не должно превышать 2. В рамках абсолютного подхода к расчету величины VaR (99% доверительный интервал) данная величина не должна превышать 20% стоимости активов фонда. В дополнение к указанным лимитам с 2011 года фонды UCITS должны иметь достаточный размер ликвидных активов по открытым позициям по ПФИ. Как и в случае с фондами США, фонды UCITS имеют возможность открывать позиции по ПФИ, превышающие их СЧА.

В России, как уже было упомянуто ранее, применение инструментов срочного рынка в управлении активами фондов стало возможным с введением Положения о

снижении рисков [1] (до этого момента четкого регулирования операций управляющих компаний фондов с ПФИ не было). Положение вступило в силу в июле 2010 года для акционерных и паевых инвестиционных фондов, пенсионных резервов НПФ, а в январе 2012 года – для пенсионных накоплений НПФ и накоплений для жилищного обеспечения военнослужащих.

В соответствии с Положением, управляющие фондами могут заключать только опционные и фьючерсные контракты, обращающиеся на бирже. В положении проводится деление на длинные и короткие открытые позиции по инструментам срочного рынка, устанавливаются требования к доле данных позиций в структуре активов фондов и величине покрытия по открытым позициям.

Управляющие компании фондов имеют следующие ограничения на величину открытых длинных позиций (ОДП) по ПФИ:

- Величина ОДП по срочным контрактам не должна превышать сумму «низкорисковых активов» (денежные средства, депозиты, государственные облигации и облигации инвестиционного класса) за вычетом обязательств фонда.
- Величина ОДП по срочным контрактам, базовым активом которых является индекс (рассчитанный по соответствующему виду ценных бумаг), не может превышать 30% от СЧА фонда.

Как следствие, управляющие компании получают достаточно гибкие возможности по открытию длинных позиций по срочным контрактам при наличии соответствующего обеспечения в виде «низкорисковых активов». Теоретически при размещении всех средств фонда в «низкорисковые активы» величина ОДП может приближаться к 100% от СЧА фонда.

Помимо длинных позиций по ПФИ управляющие компании могут открывать короткие позиции. Для этого должно соблюдаться следующее главное условие: величина совокупной короткой позиции (СКП) по ПФИ не должна превышать величину покрытия СКП (рассчитывается по активам фонда, изменение цен на которые коррелирует с изменением цен на базовый актив. Иными словами, все открытые короткие позиции должны быть полностью обеспечены и могут быть открыты только с целью хеджирования рыночных рисков.

Важно отметить, что помимо озвученных выше ограничений управляющие компании обязаны организовать систему управления рисками, которая предусматривает расчет всех необходимых величин и лимитов, и утвердить регламент управления рисками.

Благодаря введению положения о снижении рисков управляющие компании паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов получили доступ к широкому набору стратегий с разной направленностью. В зависимости от целей, можно выделить 4 основных группы стратегий:

1) Стратегии на рост рынка

- Покупка фьючерса на индекс или базовый актив
- Покупка опциона КОЛ
- Моделирование портфеля покупкой фьючерсов на индекс и покупку опционов

КОЛ на отдельные акции

2) Стратегии хеджирования

- Продажа фьючерса на индекс или базовый актив
- Покупка опциона ПУТ
- Покупка опциона КОЛ вместо покупки акции и покупки опциона ПУТ

3) Арбитражные стратегии

- Стратегии на расширении или схождении спреда между двумя акциями или между акцией и индексом

4) Прочие стратегии

- Стратегии с защитой капитала
- Стратегии на рост или падение дивидендов
- Стратегии для боковых рынков
- Стратегии на изменение волатильности

На основе озвученных ранее возможностей и ограничений, связанных с использованием инструментов срочного рынка управляющими компаниями фондов, можно выделить следующие положительные стороны применения производных финансовых инструментов:

- низкая стоимость фондирования операций с фьючерсами и опционами (при открытии длинных позиций свободные средства могут быть вложены в другие финансовые инструменты);

- возможность хеджирования рисков снижения стоимости активов, снижения волатильности активов фонда;

- возможность создания новых инвестиционных продуктов на базе ПФИ и расширение набора инвестиционных стратегий.

Из отрицательных моментов можно выделить:

- необходимость организовать систему управления рисками, утвердить регламент управления рисками, внедрить/приобрести соответствующее ПО и прочие внутриорганизационные изменения;

- возможное снижение доходности фонда при благоприятном поведении рынка (в случае использования в качестве инструмента хеджирования);

- сложность использования (по сравнению с стандартными инструментами) [3];

- ограниченный набор ликвидных производных финансовых инструментов, а также, ПФИ со сроком более 3 месяцев.

Таким образом, не смотря на некоторые сложности, связанные с применением ПФИ, управляющие компании получили достаточно полезный и интересный инструмент управления структурой, доходностью и рисками портфеля.

В настоящее время из 15 крупнейших управляющих компаний, под управлением которых находится 94% всех СЧА открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов, 13 прописали в правилах своих фондов возможность инвестирования активов в инструменты срочного рынка [9].

Тем не менее, по словам представителей отрасли управляющие компании редко применяют ПФИ в управлении активами фондов. Эти слова косвенно подтверждаются информацией московской биржи о структуре инвесторов на срочном рынке. Согласно годовому отчету ОАО Московская биржа за 2014 год, доля российских управляющих компаний на срочном рынке составляет всего 2% (учитывая индивидуальное доверительное управление).

В заключение, можно сказать, что управляющие компании имеют достаточно удобный дополнительный инструмент управления портфелем в виде срочных контрактов. По сравнению с фондами США и Европы операции управляющих компаний с ПФИ находятся под более строгим регулированием, что вполне объясняется достаточно молодым возрастом российской индустрии паевых фондов – менее 20 лет, а также недостаточной финансовой грамотностью инвесторов, защита которых для регулятора является приоритетом. Можно определенно сказать, что развитие индустрии инвестиционных фондов (а вместе с ним и более широкое применение инструментов срочного рынка) – это вопрос времени. Центральный банк России активно совершенствует законодательство в отношении фондов: летом планируется выход нового Положения о составе и структуре активов, планируются поправки в Положение о снижении рисков. Все эти изменения вместе с растущей финансовой грамотностью населения, и как следствие, повышением требований инвесторов к стилю управления, волатильности, рискам фондов должны привести к новому активному росту индустрии ПИФ и улучшению качества управления фондами.

Библиографический список

1) Приказ ФСФР России от 10.11.2009 г. №09-45/пз-н (ред. от 25.08.2015) «Об утверждении Положения о снижении (ограничении) рисков, связанных с доверительным управлением активами инвестиционных фондов, размещением средств пенсионных резервов, инвестированием средств пенсионных накоплений и накоплений для жилищного обеспечения военнослужащих».

2) Investment Company Act of 1940 [as amended through P.L. 112-90, approved January 3, 2012], <https://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf> , (дата обращения: 20.04.2016)

3) Проблемы развития доверительного управления в Российской Федерации: монография / Б.Б. Рубцов, К.Р. Адамова, Л.Н. Андрианова, Н.Е. Анненская, А.В. Костырева, Е.И. Куликова, Н.М. Ребельский; под ред. д-ра экон. наук, проф. Б.Б. Рубцова. – М.: Издательство «Русайнс», 2015. – 168 с.

4) Investment Company Fact Book 2015, A Review of Trends and Activities in the U.S. Investment Company Industry, 55th edition, <http://www.icifactbook.org/> (дата обращения: 20.04.2016)

5) Use of Derivatives by Registered Investment Companies, Daniel Deli, Paul Hanouna, Christof W. Stahel, Yue Tang and William Yost, 2015, <https://www.sec.gov/dera/staff-papers/white-papers/derivatives12-2015.pdf>, (дата обращения: 20.04.2016)

6) Regulation, Leverage, and Derivative Use by Mutual Funds, Dominika Paula Galkiewicz, 2015, <http://edoc.hu-berlin.de/dissertationen/galkiewicz-dominika-paula-2015-03-23/PDF/galkiewicz.pdf> , (дата обращения: 20.04.2016)

7) SEC Press Release “SEC Proposes New Derivatives Rules for Registered Funds and Business Development Companies”, 11.12.2015, <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-276.html> , (дата обращения: 20.04.2016)

8) Группа «Московская биржа», [Электронный ресурс] //URL: <http://moex.com>, (дата обращения: 20.04.2016)

9) Национальная лига управляющих, [Электронный ресурс] //URL: <http://nlu.ru>, (дата обращения: 20.04.2016)