



Понятным языком о «Положении о рисках»

[Алексей СЕДУНОВ]

Изучение утвержденного Приказом ФСФР №09-45/пз-н от 10.11.2009 «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» неподготовленного человека повергает в тоску, а для его понимания необходимо внимательно вчитываться в каждую строчку несколько раз. Цель данной статьи – постараться донести основополагающие тезисы документа более понятным языком.

Для лучшего усвоения информации статья логически разбита на следующие пункты:

- 1) Что такое ОДП и ОКП;
- 2) Проверки;
- 3) Допущения для фондов для квалифицированных инвесторов;
- 4) Долларовые инструменты;
- 5) Создание схемы покрытия;
- 6) Портфельное покрытие;
- 7) Оценка эффективности хеджирования.

Что такое ОДП и ОКП

Открытая длинная позиция (ОДП) и открытая короткая позиция (ОКП) являются центральными понятиями положения о рисках: они используются и при расчете доли эмитента в портфеле фонда с учетом



производных инструментов, и при построении матрицы покрытия (схемы хеджирования), к которой мы вернемся позднее.

Открытая длинная позиция состоит из купленных фьючерсов или опционов Call и/или проданных Put. Казалось бы, путаница может возникнуть уже на этом шаге. Но для понимания достаточно нарисовать график прибыли/убытков

по каждому из этих инструментов (см. рис. 1). Из него видно, что длинная позиция приносит прибыль при росте цены базового актива (увеличение цены купленного

фьючерса и опциона Call и обесценение проданного Put). Причем, при определении ОДП по опционам на одном и том же страйке с одинаковой датой экспирации берется максимальная позиция из купленных Call и проданных Put.

Для расчета короткой позиции используются проданные фьючерсы и опционы Call и/или купленные Put. Из Рисунка 2 видно,

что каждый из вышеупомянутых инструментов приносит прибыль при падении цены базового актива.

Проверки

После расчета ОДП и ОКП производится первичный этап проверки, который включает в себя:

- 1) Проверку на долю эмитента/индекса;
- 2) Проверку на превышение открытой длинной позицией величины безрисковых активов.

Согласно нормативным актам и инвестиционной декларации, для каждого вида фондов существует максимальная доля акций одного эмитента, которая может находиться в портфеле. При использовании деривативов длинная позиция в базовом активе (акции) увеличивается на размер ОДП по фьючерсам и опционам на эти акции, и уже полученный суммарный показатель проверяется на максимальную долю эмитента. По сути, происходит суммирование купленных акций, фьючерсов на них, опционов Call и проданных Put для данного эмитента.

Стоит отметить, что, согласно положению, любые деривативы учитываются по цене базового актива. Это означает, что для управляющего наличие в портфеле 100 бумаг «Газпрома» или 1 купленного фьючерса на них (подразумевает 100 акций) идентичны с точки зрения оценки денежной позиции по данному эмитенту. Более того, для проведения проверок 1 и 2 все опционы

Рис. 1 График прибыли/убытков по инструментам, которые могут составлять открытую длинную позицию

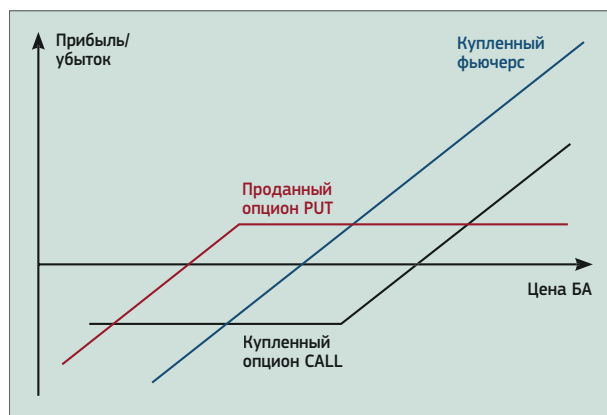
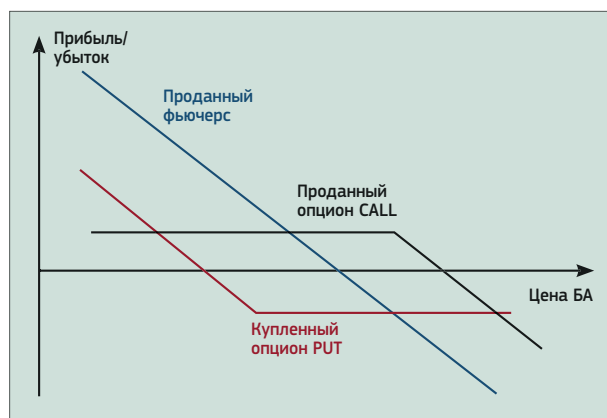


Рис. 2 График прибыли/убытков по инструментам, которые могут составлять открытую короткую позицию



учитываются с единичной дельтой, то есть они практически приравниваются к цене базового актива (вне зависимости от того, находится ли инструмент «в деньгах», «около денег» или «вне денег»).

Объем длинной позиции по индексным дериватам также ограничен и не может превышать

30% активов фонда. В эту величину входят позиции по срочным контрактам на все фондовые индикаторы. Таким образом, если управляющий включает в портфель фьючерсы на индекс РТС и RTS Standard, их совокупная позиция не должна превышать 30% активов, а не по 30% отдельно для каждого индекса.

справка

Квалифицированные инвесторы – категория инвесторов, обладающих необходимыми знаниями и опытом работы на рынке ценных бумаг, что позволяет им профессионально оценивать риски при инвестировании.

Физическое лицо может быть признано квалифицированным инвестором, если оно отвечает любым двум требованиям из указанных:

1. владеет ценными бумагами или иными финансовыми инструментами на сумму не менее 3 млн рублей;
2. имеет определенный опыт работы в финансовой организации, совершавшей операции с ценными бумагами, при наличии квалификационного аттестата участника финансового рынка не менее года (для остальных опыт работы не меньше 3 лет);
3. совершало с ценными бумагами или иными инструментами ежеквартально не менее 10 сделок в течение 4-х кварталов на сумму не менее 300 тыс. рублей.

Юридическое лицо может быть признано квалифицированным инвестором, если оно является коммерческой организацией и отвечает любым двум требованиям из указанных:

1. имеет собственный капитал не менее 100 млн рублей;
2. совершало ежеквартально не менее 5-ти сделок с ценными бумагами и (или) иными финансовыми инструментами в течение последних 4-х кварталов, совокупная цена которых за указанные 4 квартала составила не менее 3 млн рублей;
3. по данным бухгалтерской отчетности (национальных стандартов или правил ведения учета и составления отчетности для иностранного юридического лица), за последний отчетный год имеет оборот (выручку) от реализации товаров (работ, услуг) не менее 1 млрд рублей;
4. по данным бухгалтерского учета (национальных стандартов или правил ведения учета и составления отчетности для иностранного юридического лица), за последний отчетный год имеет сумму активов не менее 2 млрд рублей.



Ограничения по ОКП аналогичны нормативам для открытой длинной позиции, как в плане доли эмитента, так и в плане доли индексных деривативов.

При заключении срочных контрактов блокируется не вся их стоимость, а лишь размер гарантийного обеспечения (ГО). Оставшиеся средства могут быть направлены в безрисковые активы, с которыми также связано одно ограничение. В соответствии с положением, сумма ОДП по всем производным инструментам не может превышать величину вложений в безрисковые активы.

Возникает логичный вопрос: а можно ли оставшиеся после резервирования ГО средства направить не в безрисковые активы, а на покупку акций. Такая ситуация невозможна из-за того, что позиция в деривативах оценивается по цене базового актива, поэтому создать пирамиду не получится.

Пожалуй, самое главное ограничение, накладываемое документом, заключается в том, что ОКП по каждому базовому активу не может превышать соответствующую длинную позицию.

Допущения для фондов для квалифицированных инвесторов

Определенные послабления предусмотрены для фондов для квалифицированных инвесторов. Ниже перечислены основные из них.

- 1) Доля эмитента/индекса при проверке ОКП и ОДП с



Коэффициент бета (коэффициент хеджирования) – показатель чувствительности цены определенной ценной бумаги к колебаниям рынка в целом.

[инструментарий] инфраструктура

учетом позиции в базовом активе может превышать установленную норму на 20%. При этом доля позиции в конкретном базовом активе должна соответствовать требованиям инвестиционной декларации. Как следствие, превышение нормы возможно лишь при использовании деривативов.

2) Открытая короткая позиция может превышать длинную на 20% по каждому базовому активу.

Таким образом, подобные фонды могут иметь направленную деривативам позицию по деривативам, которая не покрывается длинной, а также увеличенную долю эмитента в суммарных активах фонда.

Долларовые инструменты

В портфеле фонда могут содержаться активы, цена которых является долларовой, а не рублевой. В таком случае перевод стоимостной оценки из иностранной валюты в рубли осуществляется по курсу ЦБ на текущий день.

Создание схемы покрытия

При переходе к созданию покрытия (схемы хеджирования) для короткой позиции необходимо учитывать тот факт, что сами деривативы также могут являться покрытием. Это происходит тогда, когда производные инструменты входят в длинную позицию.

В целом, при использовании управляющим срочных инструментов существует два сценария:

- 1) Деривативы заменяют базовый актив;
- 2) Производные являются инструментом хеджирования.

Главное отличие заключается в том, что в первом варианте нет необходимости в создании покрытия (поскольку короткой позиции нет), а во втором без него не обойтись.

Для понимания того, необходимо ли наличие покрытия в портфеле, нужно лишь оценить величину дельты позиции в деривативах для данного базового актива. Если дельта положительная, то его наличие в портфеле не обязательно. Если же она отрицательная, данная стратегия не может существовать без базового актива.

После вступления в силу нового постановления фонды имеют возможность отказаться от включения в портфель самих базовых активов и сконцентрироваться лишь на производных инструментах, причем не только на одиночных покупках опционов или фьючерсов, а на построении сложных стратегий, которые можно поддерживать без наличия ценных бумаг в портфеле.

Покрывание акций деривативами на другой базовый актив

Захеджировать акции одного эмитента можно не только фьючерсами и опционами на соответствующие ценные бумаги, но и производными на фондовые индексы или

Покрывание –

согласно Положению, необходимо хеджировать длинную позицию при помощи продажи опционов Call и фьючерсов и/или покупки Put. Таким образом, покрытие – это длинная позиция. На практике получается, что, открывая короткую позицию в деривативах, необходимо ее захеджировать соответствующей длинной позицией. То есть в Положении используется «перевернутая логика».

другие акции. Например, страховкой от падения стоимости портфеля бумаг «Роснефти» могут служить фьючерсы и опционы на индексы РТС и RTS Standard, акции «Газпрома» или «Лукойла». Однако необходимо учитывать, что один актив может покрывать другой лишь в том случае, если коэффициент корреляции между ними находится на требуемом уровне. Согласно постановлению, существует два таких уровня: 0,5 и 0,7.

При открытии страхующей позиции коэффициент корреляции между хеджируемой акцией и бумагой, являющейся базовым активом используемого срочного контракта, должен быть не меньше 0,7. Если наша схема покрытия существует на протяжении более 1 дня, можно опираться на уровень 0,5, в противном случае вновь придется использовать коэффициент 0,7. Например, если управляющий каждый день «перетряхивает» портфель, изменяя как длинную, так и короткую позицию, ему придется исходить из порогового уровня 0,7. Изменением длинной позиции считается ее увеличение хотя бы на 1 контракт или на 1 акцию.

Любые активы в портфеле фонда делятся на несколько типов: фондовые, валютные, товарные и так далее. Соответственно, при покрытии одного актива другим необходимо учитывать, что они должны относиться к одному типу. Это означает, например, что проданные фьючерсы на



Портфельное покрытие – один из вариантов схемы хеджирования, при котором используется более одного инструмента для покрытия короткой позиции.

акции могут быть покрыты лишь длинной позицией в акциях или фондовых индексах.

При создании схемы покрытия стоимостная оценка позиции в деривативах производится с учетом дельты (это важное отличие от учета опционов в ОДП и ОКП на этапе проверки доли эмитента). Соответственно, оценка опционов в денежном выражении серьезно изменится по сравнению с теми значениями, которые фигурировали при контроле доли эмитента в портфеле фонда. Отдельно стоит отметить, что совокупная длинная позиция, используемая для покрытия, корректируется на величину коэффициента бета. Допустим, в портфеле фонда есть 100 акций «Лукойла» и 1 проданный фьючерс на «Газпром». Управляющий имеет право покрыть короткую позицию купленными акциями. Однако стоимостная оценка 100 акций «Лукойла» будет умножена на бету между «Лукойлом» и «Газпромом». В результате, получается «скорректированная стоимость длинной позиции». Также существует ограничение, согласно которому коэффициент бета не может превышать 1,2. Если подобное происходит, значение коэффициента приравнивается к 1,2.

Когда управляющий короткую позицию по какому-либо деривативу покрывает длинной позицией в другом активе, можно использовать ко-



эффициенты корреляции и беты, публикуемые на сайте биржи РТС.

Портфельное покрытие

Вполне вероятны ситуации, когда для покрытия короткой позиции необходимо составить портфель, состоящий из нескольких длинных активов. В таком случае используются портфельные коэффициенты корреляции и беты. То есть нужно вычислить корреляцию между базовым активом производного инструмента и стоимостью портфеля хеджируемых акций, фьючерсов и опционов. Для расчета берутся последние 30 цен каждого базового актива на глубину не более 45-ти дней. При этом исторические цены

рассчитываются по одним и тем же дням, иначе их нельзя включать в расчет коэффициента корреляции. Если такая история не накапливается, данный актив нельзя использовать для покрытия короткой позиции. Стоит еще раз обратить внимание на то, что все коэффициенты вычисляются исходя из цен соответствующих базовых активов (стоимости акций, значений индексов, курсов валют), а не котировок самих производных.

Далее, если уровень корреляции подходит, стоимостная оценка портфеля, используемого для покрытия, корректируется на величину соответствующего портфельного коэффициента бета. Стоит отметить, что при таком варианте в покрытии могут находиться бумаги, парные коэффициенты корреляции которых ниже допустимого уровня. Самое главное, чтобы портфельный коэффициент был выше 0,7 (0,5).

Этим можно пользоваться в случае, когда стоимостная оценка покрытия меньше, чем оценка короткой позиции, и хорошо коррелируемые бумаги уже использованы. В таком случае в покрытие можно добавить акцию с низкой корреляцией, но в пропорции, которая позволит сохранить портфельную корреляцию на необходимом уровне.

Три различные цены

Согласно положению, для проведения расчетов используются три вида цен:

Признаваемая котировка ценной бумаги

определяется как средневзвешенная цена по рыночным сделкам, совершенным с ней в течение одного торгового дня, если число таких сделок составляет не менее 10 (см. сайт биржи РТС - <http://www.rts.ru/?id=5332>).

- 1) Цена закрытия;
- 2) Средневзвешенная цена;
- 3) Признаваемая котировка.

Каждая из них применяется для вычисления определенных величин.

Для расчета коэффициента корреляции и беты используется цена закрытия соответствующей ценной бумаги или значение закрытия индекса. Если ее нет, берется средневзвешенная цена.

Для расчета скорректированной стоимости ценных бумаг (то есть тех, которые используются для покрытия короткой позиции) применяются соответствующие признаваемые котировки.

Для определения ОДП и ОКП используется последняя цена базового актива. Поскольку расчет будет производиться по окончании торгов, она будет равна цене закрытия.

Оценка эффективности хеджирования

Положение о рисках предусматривает оценку эффективности осуществляемого хеджирования. Условием эффективности является одновременное увеличение/уменьшение стоимостной оценки покрытия и покрываемой короткой позиции. При этом дата, от которой производится сравнение изменения величины покрытия и объема покрываемых активов, является датой открытия соответствующих позиций. Однако постановление не накладывает каких-либо жестких

справка

Безрисковый актив – актив, будущую доходность которого с уверенностью можно определить сегодня. К ним относятся:

- Денежные средства на банковских счетах и во вкладах в кредитных организациях с рейтингом не ниже инвестиционного;
- Государственные ценные бумаги;
- Облигации эмитентов с рейтингом не ниже инвестиционного.

требований при наличии низкой эффективности. Каждая управляющая компания во внутреннем регламенте должна прописать действия, которые будут предприняты при неэффективном хеджировании, а также сроки их выполнения.

Итоги

По итогам расчета схемы хеджирования составляется отчет для контролирующего органа (специализированного депозитария), требования к которому также определены в постановлении.

Согласно им, отчет должен содержать в себе перечень длинных и коротких позиций с указанием количества хеджируемого и хеджирующего инструмента. Кроме того, для покрытия указывается:

- номер выпуска ценной бумаги и наименование эмитента;
- вид, количество и лот, определенный в спецификации, для фьючерсов и опционов;
- вид и количество валюты и биржевых товаров, если таковые имеются в порт-

феле и используются для покрытия.

Составленный по описанному выше требованиям отчет направляется в специализированный депозитарий, который выполняет проверку корректности схемы хеджирования и при наличии нарушений предоставляет управляющему сроки на исправление ситуации, которые также определены пунктами положения.

• Если изменение цены базового актива повлекло за собой нарушение состава или структуры активов фонда, то в течение 3 месяцев необходимо принять меры по исправлению сложившегося несоответствия. При этом, если до окончания обращения фьючерсных и опционных контрактов осталось менее 30 дней, то нарушение должно быть исправлено до последнего дня торгов соответствующих инструментов.

• В течение 3 дней должны быть исправлены:

- ♦ Превышение суммы ОДП безрисковых активов (с учетом послабления для фондов для квалифицированных инвесторов);
- ♦ Превышение короткой позиции в инструментах на конкретный базовый актив над соответствующей длинной позицией (с учетом послабления для фондов для квалифицированных инвесторов);
- ♦ Покрытие короткой позиции не соответствующим ей типом актива;
- ♦ Уменьшение коэффициента корреляции ниже уровня 0,5.

РКО