



Виталий Шапран

НЕОБЫЧНЫЕ ФОНДЫ: ОТ РЕШЕНИЯ ГЛОБАЛЬНЫХ ПРОБЛЕМ К УЗКИМ СЕКТОРАМ РЫНКА

Нередко управляющим компаниям приходится принимать совершенно неожиданные решения, проникая в самые укромные уголки фондового рынка. По сути, менеджеры фондов сталкиваются с двумя традиционными проблемами: поиск источников ресурсов и диверсификация. И если первая проблема на развитых фондовых рынках практически решена, а в России вот-вот на рынок как манна небесная упадут пенсионные деньги, то с диверсификацией придется повозиться.

«БЕТА ОХОТНИКИ»

В научной литературе часто искажают роль диверсификации в работе фондов. Например, если фонд специализируется на инвестировании исключительно в акции предприятий горнодобывающей промышленности, то это не значит, что он что-то теряет, концентрируя свое внимание на акциях компаний отдельно взятой отрасли. Наоборот, концентрация делает инвестиции в бумаги фонда привлекательными для инвесторов. Например, известно, что компании горно-металлургического сектора преимущественно имеют отрицательный показатель бета. Иными словами, когда основные композитные фондовые индексы снижаются, акции горнодобывающих компаний растут. Если фонд концентрируется на какой-либо отрасли или даже подотрас-

ли, его бумаги фактически выступают продуктом для инвесторов, которых интересуют бумаги, имеющие, например, «обратную реакцию» на общее снижение рынка. В то же время инвесторы даже с агрессивной спекулятивной стратегией практически всегда вынуждены работать не с одной бумагой, а с портфелем. В современных условиях работа инвестора по управлению портфелем стала объективной необходимостью, другой вопрос: осознана ли такая необходимость? Вместе с ростом институционализации фондового рынка происходит и рост профессионализма инвесторов, а значит, меняется структура спроса на бумаги фондов как на продукт, выпускаемый УК. В результате инвестор выступает в роли охотника не за брэндом УК или видом фонда, а за техническими характеристиками самих бумаг фонда. На самом деле

инвесторы могли бы обойтись и бумагами обычных компаний, не прибегая к «экстравагантным» предложениям УК, однако фонды устраняют зависимость от событий в рамках конкретных компаний, и поэтому с точки зрения управления портфелем именно бумаги фондов как нельзя лучше подходят для решения задач, возникающих при формировании отдельно взятого портфеля.

Если не принимать во внимание тот факт, что многие крупные УК имеют клиентов, не занимающихся поиском новых инвестиционных продуктов, то получается, что процесс повышения спроса на специфическую «продукцию» УК со стороны инвесторов, готовых изменить своей УК, в настоящее время находится еще в «темной», не изученной зоне рынка. Тем не менее конкуренция давно подталкивает УК к созданию продуктов, вынуждаю-



щих компании пересматривать свои инвестиционные стратегии, чтобы удовлетворить Его Величество Рынок. Операторы в данном случае действуют, руководствуясь накопленным опытом и отслеживая нарастающий или угасающий интерес инвесторов к продукту; те УК, которые продвинулись в изучении спроса на бумаги узкоспециализированных фондов, иногда «выбрасывают» на рынок не совсем обычные продукты.

ФОНДЫ С БЭНЧМАРКИНГОМ

Об индексных фондах сказано уже много, но решение традиционных проблем, которые возникают между УК и инвесторами, часто приводят менеджеров даже узкоспециализированных фондов к мысли о необходимости какой-то точки опоры. Особенно явно данная проблема стала видна в период серьезного снижения основных мировых индексов в марте 2003 г. Многие азиатские фонды 31 марта закончили свой финансовый год на пике падения рынков и принесли своим инвесторам минус 30–50% годовых капитальной доходности, однако УК автоматически взымали плату за управление фондами. Отчеты некоторых британских фондов, размещающих свои активы в Азии, выглядели, как комиксы. При том что инвесторы теряли половину своих вложений, управляющий менеджер получал гонорар от 10 до 15 тыс. фунтов, в зависимости от размера самого фонда. В Европе данный процесс прошел тихо, без каких-либо скандалов, однако в США подобными несоответствиями заинтересовалась прокуратура штата Нью-Йорк, известная своей борьбой за чистоту инвестиционной отрасли. Впоследствии некоторые УК вынуждены были заключить

ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ РАБОТЫ J. P. MORGAN FLEMING US DISCOVERY INVESTMENT TRUST PLC ЗА 1998–2003 гг., %

Показатели (к значению на 31 декабря 1998 г.)	1998 г.	1999 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.
Стоимость чистых активов на пай	100	115,7	159,6	178,6	118,3	164,3
Стоимость пая	100	120,0	178,1	197,9	133,1	177,6
Значение RUSSELL 2000	100	125,2	131,0	137,8	99,0	130,8

Источник: Годовой отчет J. P. Morgan Fleming US Discovery Investment Trust plc. С. 11.

мировое соглашение с властями, публично заявив о намерении снизить тарифы на управленческие услуги для публичных фондов.

События на мировом рынке сразу же отразились как на структуре отчетности фондов, так и на идеологии, положенной в основу создания таких фондов. Европейские УК стали подчеркивать, что оценивать их деятельность можно, только сравнивая показатели работы фондов с индексами. Так, информация о бэнчмарках переместилась с последних страниц отчетов фондов на первые. Одновременно УК нарастили количество индексных или частично индексных фондов. Справедливости ради следует отметить, что некоторые УК проводили политику открытости связей своих портфелей со специфическими индексами задолго до упомянутых тенденций. Так, например, *INVESCO techMARK Enterprise Trust plc* – траст, занимавшийся вложениями в акции небольших компаний, был создан

еще в 1962 г. Структура этого фонда фактически повторяет *FTSE techMARK 100 Index*, а сам траст прошел листинг на Лондонской фондовой бирже. Тем не менее *INVESCO*, как и другие индексные фонды, допускает определенные отклонения от структуры обозначенного фондового индекса. Иногда УК создает собственный индикатор: скажем, *J. P. Morgan Fleming European Fledgeling Investment Trust plc* за бэнчмарк берет фондовый индекс, созданный конкурирующей компанией – *HSBC Smaller European Companies Index*, однако над индикатором проводятся определенные преобразования. Из *HSBC Smaller European Companies Index* исключаются британские компании, и он пересчитывается УК в стерлинговом эквиваленте. Пересчет индексного индикатора в другую валюту происходит всегда, когда УК размещает деньги фонда в активы, номинированные не в той валюте, в которой торгуются бумаги фонда. Например,

При том что инвесторы теряли половину своих вложений, управляющий менеджер получал гонорар от 10 до 15 тыс. фунтов, в зависимости от размера самого фонда.

если бумаги *J. P. Morgan Fleming US Discovery Investment Trust plc* торгуются на Лондонской фондовой бирже, а фонд вкладывает в американские компании с микрокапитализацией, то для сравнения работы фонда УК предлагает следить за индексом *Russell 2000*, но пересчитанном в стерлинговом эквиваленте.

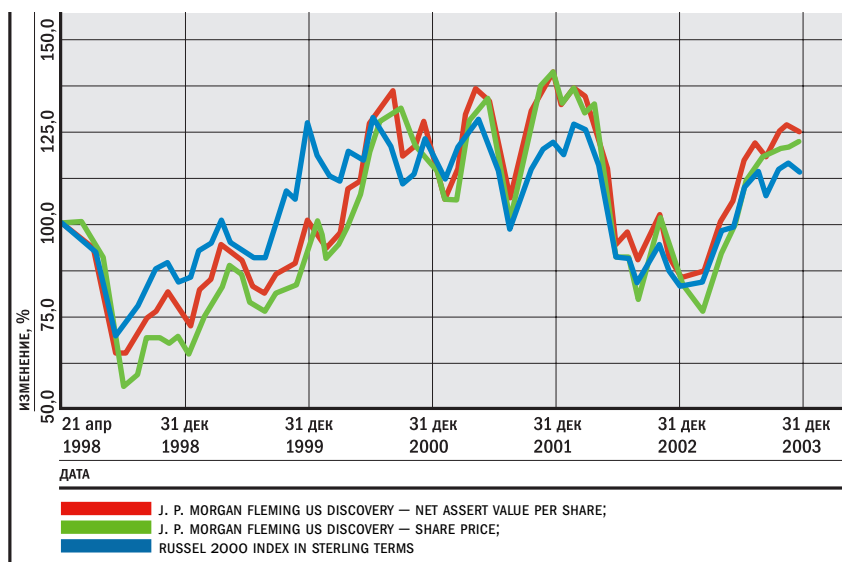
Иногда одного индекса или манипуляций с ним не хватает для того, чтобы отобразить примерную структуру портфеля фонда. Тогда в качестве индикаторов УК предлагают брать несколько индек-

Безусловно, без существенной причины ни одна из уважаемых УК не стала бы вносить в свою отчетность сложные подсчеты. На самом деле декларируемый в отчетности индикатор становится важной точкой отсчета для инвесторов фонда, который помогает разобраться инвестору в продукте УК. Для примера рассмотрим основные показатели работы *J. P. Morgan Fleming US Discovery Investment Trust plc* за 1998–2003 гг. (см. таблицу).

Показатели работы фонда свидетельствуют о том, что его бумаги были пере-

разницы между *Russell 2000* и паями траста. А значит, используя *Russell 2000*, УК *J. P. Morgan Fleming* выявляла систематический риск, которому не мог противостоять *US Discovery Investment Trust*. Таким образом, введение бэнчмарка или индикатора для сравнения необходимо для каждого фонда. В данном случае УК демонстрирует инвестору, что может претендовать на вознаграждение, если паи фонда росли быстрее или падали медленнее индикатора. Недостаток декларирования индикатора очевиден: компания раскрывает «секреты» создания фондов. Например, если в качестве индикатора у *Fleming Managed Growth plc* декларируется искусственный показатель, рассчитываемый как 65% *FTSE All-share Index* и 35% *FT/S&P World Index* (исключая компании Великобритании), то становится понятно, что «шедевр» *Fleming Managed Growth* создан в результате смешивания двух индексов с последующей корректировкой структуры. Несмотря на такой недостаток, в УК все же отдают предпочтение бэнчмаркингу. Даже азиатские компании, никогда не использующие индикаторы, в 2003 г. выпустили отчетность фондов со ссылками на индикаторы, заложенные ранее в фонды. Плохо, что такие позитивные тенденции по тотальной «очистке совести» начались после «встряски» УК в США. Однако бэнчмаркинг не является лишь одним из оригинальных решений в области умеренной диверсификации.

Рисунок 1. ДИНАМИКА ИЗМЕНЕНИЯ СТОИМОСТИ ПАЕВ, ЧИСТОЙ СТОИМОСТИ АКТИВОВ НА ПАЙ *J. P. MORGAN FLEMING US DISCOVERY INVESTMENT TRUST PLC* И ЗНАЧЕНИЯ ИНДЕКСА *RUSSELL 2000**



* За 100% приняты значения показателей на 8 февраля 1993 г.

Источник: Datastream (Total return).

сов, иногда их число может достигать 6 шт., как, например, в *J. P. Morgan Fleming Worldwide Income Investment Trust plc*. Данный траст избрал в качестве индикаторов следующие индексы: *FTSE All-Share Index*, *FTSE 350 High Yield Index*, *FT/S&P World Index* (исключая британские компании и с пересчетом в фунты), *The J. P. Morgan Emerging Market Bond Index* (с пересчетом в фунты), *The Merrill Lynch High Yield Index* (с пересчетом 60% — в евро, 40% — в фунты). В результате у *J. P. Morgan Fleming Worldwide Income Investment Trust plc* выстраивается сложная валютная и композиционная архитектура индикатора.

оценены рынком и росли большими темпами, чем чистые активы. Но главное, что, сопоставив темпы роста бумаг фонда с индексом, который УК избрала в качестве индикатора — *Russell 2000*, можно говорить о том, что работа УК была не всегда успешной. Например, в 1999 г. *Russell 2000* вырос на 25,2%, а стоимость бумаг только на 20%. Но в последующие годы наблюдалась обратная картина: бумаги фонда росли быстрее, чем индикатор. Более наглядно роль индикатора за тот же период представлена на рис. 1.

Качество работы УК с трастом *US Discovery Investment Trust plc* зависело от

«РУССКИЕ МАТРЕШКИ»

Хотя русские матрешки в британских УК уже давно являются символом фондов, инвестирующих в российские акции и за последний год ставших супердоходными, на трейдерском сленге словосочетание «русские матрешки» имеет еще одно значение. Так называют фонды, которые не работают с самостоятельными эмитентами, а вкладывают в акции инвестиционных компаний, УК, фондов, трастов и т. д. Объектом для вложений таких фондов становятся сами фонды или институты, диверсифицирующие свои вложения аналогично фондам, которые в свою очередь имеют инвестиции в паи других фондов и т. д.

Примером «русской матрешки» является *INVESCO City and Commercial Trust plc*. По состоянию на 31 января 2004 г. 6,58% средств траста было вложено в управляющую компанию *Foreign & Colonial*, 5,84% — в *3I Group*, остальные — в более чем 42 разнородных фонда. Всего активы траста составляли примерно 16 млн фунтов. Несмотря на то что ситуа-

«Русские матрешки» становились эффективным инструментом для спекуляций, надо было лишь предсказать рыночный рост, а далее паи фонда начнут расти быстрее рынка.



ция для *INVESCO City and Commercial Trust plc* в последний финансовый год была благоприятной, в долгосрочной перспективе траст не оправдал надежд инвесторов. Причина крылась именно в высоком значении бета: инвестируя в акции УК, доходы которых зависели только от рыночного роста, УК резонировала за зависимость стоимости паев фонда от рыночного роста.

Получается, что «русские матрешки» становились эффективным инструментом для спекуляций, надо было лишь предсказать рыночный рост, а далее паи фонда начнут расти быстрее рынка. В то же время эксперты предупреждают об опасности, которую таят в себе подобные фонды: дело в том, что их показатель бета динамичен. Например, если в 1999 г. показатель бета указанного траста оценивался на уровне 2,0, то сегодня он приблизился к 1,5. Такая динамика беты объясняется реакцией рынка на недавний кризис. Инвесторы недооценивают паи фонда с большим показателем беты, помня о потерях, вызванных падением рынка. Подобная реакция хорошо просматривается на динамике чистых активов на паи *INVESCO City and Commercial Trust plc* в сравнении с индикатором фонда (рис. 2).

Особенно ярко прослеживается изменение динамики бета при мартовском снижении 2003 г., когда паи фонда падали в цене быстрее, чем росли, в 10-летней ретроспективе, так и не догнав индикативный индекс *FTSE Investment Companies Index*. В то же время динамику бета можно было предсказать. По свидетельству опытных трейдеров, бета у «матрешек» сокращается на 0,3–0,5 при росте после резкого обвала. Для предсказания темпов роста чистых активов на паи по

фондам, аналогичным *INVESCO City and Commercial*, трейдеры должны предсказывать динамику послекризисного снижения бета, что делает индикативный показатель вероятным кандидатом на объект хеджирования, заставляя инвесторов «русских матрешек» целенаправленно внедрять в портфель фьючерсы на индексы, которые являются индикативными для данного фонда (в данном случае это *FTSE Investment Companies Index*).

Следовательно, чрезмерная диверсификация так же вредит фондам, как и концентрация. В таком случае фонд не может спасти даже бэнчмаркинг; в любой момент бета индикативного индекса по отношению к композитному индексу группы может измениться, а значит, высокий уровень диверсификации не избавляет от отраслевого риска. И хотя «русские матрешки» основываются на вложениях в компании финансовой отрасли, зависимые от движения рынков, и поэтому являются частным случаем, следует задуматься о вреде неуправляемой диверсификации и поискать «спасения» в фондах, ориентированных на концентрацию.

НЕ ИНВЕСТИРУЙТЕ В ЧАЙ!

За последние годы резко возрос интерес инвесторов к фондам, выводящим фондовых трейдеров на товарные рынки. Эффект достигается за счет концентрации инвестиционной стратегии фондов на акциях производителей достаточно узкого сегмента рынка. Управляющая компания, расположенная в Лондоне и известная организацией «экстравагантных» фондов *Blakeney Management*, в 1997 г. создала новое детище — *Tea Plantations Investment Trust plc*. Специа-

Чрезмерная диверсификация так же вредит фондам, как и концентрация.

лизацией траста стали вложения в паи, акции и долговые обязательства компаний, занимающихся выращиванием и упаковкой чая. В общей сложности стоимость чистых активов составляла около 5 млн фунтов: из них 16% было вложено в *Metropolitan Recourse Holdings Limited*, остальные инвестиции распределены между 10 компаниями, только одна из которых находилась в Великобритании, другие были зарегистрированы на Шри-Ланке.

Территориальная удаленность производителей чая от Великобритании наложила свой отпечаток на стратегию УК. Дело в том, что менеджеры траста не только были обеспокоены снижением цен на чай, но и нередко зависели от изменения курса рупии (национальной валюты Шри-Ланки) к английскому фунту. В то же время девальвация островной рупии к доллару двояко влияла на стоимость вложений в производителей чая. С одной стороны, девальвация рупии снижала расходы производителей (ежегодно на 25–30%), с другой — под воздействием конкурентного фактора снижались цены. В результате прибыли в фунтах существенно падали вместе с ценами на чай. Естественно, долговые обязательства таких компаний в рупиях обесценивались без пересмотра ставок. Видимо, зависимость от цен на чай для самих «чайных королей» была невыносима и компании

начали движение в сторону диверсификации производства. Например, один из цейлонских чайных гигантов *Aitken Spence Plantation Managements Ltd* в 2002 г. прикупил себе в Малайзии 61% *Elpitiya Plantation*, которая кроме чая производила пальмовое масло и каучук. Автоматически траст попал под влияние ценовых всплесков на рынке каучука и пальмового масла. Однако ни каучук, ни масло не спасли траст. Из-за тотального снижения цен на чайную продукцию его бумаги снизились в несколько раз (рис. 3).

чай на оптовом рынке упали. И сегодня цена, по которой потребитель приобретает конечный продукт, в 5–6 раз превышает отпускную цену производителя.

РЕВОЛЮЦИОННЫЕ РЕШЕНИЯ

Вкладывать можно не только в развитие чайной отрасли, но и в отрасль развлечений. По крайней мере, успешное развитие фонда, специализирующегося на инвестициях в пивную, гостинич-

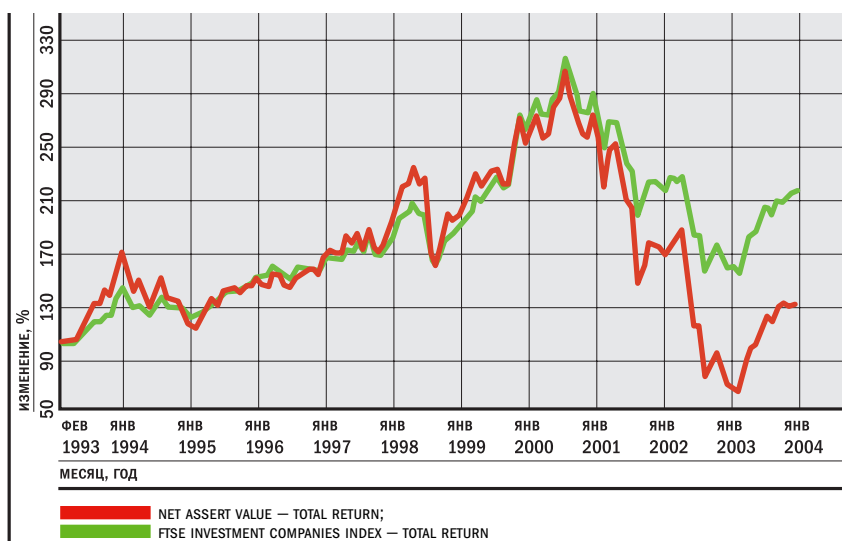
ные компании с параллельных рынков, и малоизвестные гостиничные комплексы, и производителей напитков. Интересно, что 24,57% паев *The Taverners Trust plc* находились во владении одного из наиболее интересных клиентов *Aberdeen Asset Management* — Йельского университета.

Не менее интересные идеи для создания фондов предложила другая британская УК — *Blue Planet*. Траст *Blue Planet European Investment Financial Trust plc* специализировался на вложениях в акции компаний финансового сектора в Европе, которые входили в расчет *FTSE* индекса и улучшали свои показатели работы после проведения реструктуризации. Логика менеджеров траста была следующей: компания или банк, объявившие о реструктуризации, рано или поздно публикуют план предполагаемых изменений; менеджеры фонда сами оценивают такой план и принимают решение доверять ему или нет. Среди эмитентов, которым оказали высокое доверие в 2003 г., были такие гранды, как *The Royal Bank of Scotland*, *Unicredito Italiano*, *BNP Paribas* и др.

Одна из британских УК пошла еще дальше, создав фонд, ориентированный на рост акций компаний, готовящихся к слияниям. И хотя фонд создан в форме офшора, не совсем ясно, как УК будет оценивать перспективы роста при слияниях без инсайдерской информации, если, конечно, менеджеры не займутся гаданием на кофейной гуще.

Таким образом, реализация инвестиционной стратегии в современных условиях должна учитывать проблемы, возникающие в отношениях с инвесторами, и давать возможность наглядно пояснять инвесторам причины неудач, взлетов и падений цен на паи, демонстрируя независимый от УК характер факторов, которые и составляют пресловутый систематический риск. Осознание инвесторами угрозы систематического риска позволяет им идти на более рискованные вложения в фонды со специфической или даже «экстравагантной» областью деятельности, которые готовы принять капиталы. ■

Рисунок 2. ДИНАМИКА ЧИСТОЙ СТОИМОСТИ АКТИВОВ НА ПАЙ И ИНДЕКСА *FTSE INVESTMENT COMPANIES INDEX*



Источник: Годовой отчет *INVESCO City and Commercial Trust plc*. С. 3.

Рисунок 3. ДИНАМИКА ЦЕНЫ ЗАКРЫТИЯ ПАЯ *TEA PLANTATIONS INVESTMENT TRUST PLC*



Источник: www.axl.co.uk

Tea Plantations Investment Trust — хороший пример неудачных инвестиций, основанных на концентрации. Собирая деньги в Лондоне, УК ставила целью получение частичного контроля над предприятиями отрасли, сконцентрированными в одном месте, удаленном от Великобритании.

В случае если закрытый фонд все же получил контроль, не известно, были ли инвесторы фонда в убытке, ведь цены на

новую отрасль и отрасль развлечений демонстрирует британская УК *Aberdeen Asset Management*. Внимание привлекает траст *The Taverners Trust plc*. В апреле 2003 г. примерно по 10% активов данного траста были размещены в *Enterprises Inn*, *Hardys & Hansons*. 32 из 34 компаний, в которые инвестировал *The Taverners Trust plc*, находились на территории Великобритании. Здесь можно было найти и маленькие пивоварен-