

Развеяя мифы вокруг хеджинговых фондов

Энджел Убайд



XЕДЖИНГОВЫЕ ФОНДЫ могут иметь ауру экзотики и модернизма, но их цели стары, как само искусство инвестирования средств. Эти цели заключаются в достижении положительной годовой прибыли (чем выше, тем лучше), ограниченных колебаний стоимости и, самое главное, сохранении капитала. Делается это с помощью передовых достижений современной финансовой науки — быстрого «открытия» цены, осуществления большого объема математических вычислений и обработки статистических данных, измерения риска и применения методов его уменьшения, а также левериджа и активной купли/продажи акций, облигаций, иностранной валюты, фьючерсов, опционов, свопов, форвардов и других производных инструментов.

В силу своей природы хеджинговые фонды ограничены крупными инвесторами. Исторически они привлекали располагающих крупными чистыми активами лиц и институциональных инвесторов, но в последние годы их круг существенно расширился и стал включать пенсионные фонды, благотворительные организации, университеты, дарственные фонды и различные другие фонды. Фонды начинают выводить хеджинговые фонды на розничные рынки, но в ограниченных масштабах. В настоящее время в мире существует порядка 8500 хеджинговых фондов, которые управляют активами на сумму свыше 1 трлн долл. США. Это большой скачок с 2800 хеджинговых фондов, управлявших активами на сумму 2,8 млрд долл. США в 1995 году, не говоря уже о суммах первых инвестиций хеджингового типа во времена Аристотеля (см. вставку 1).

Что такое хеджирование?

Хеджинговые фонды отличаются от других инвестиционных механизмов рядом важных характеристик: сосредоточенностью на абсолютной прибыли и использованием хеджинга, арбитража и левериджа.

Абсолютная и относительная прибыль. Стратегии, ориентированные на покупку и удержание активов в течение продолжительного времени, почти всегда бывают успешными. Вся проблема — в продолжительности периода и начальном моменте: очень многое зависит от того, когда производится покупка. Например, если взять период в несколько сот лет, то средний доход на акции будет составлять порядка восьми процентов в год, но иногда на протяжении десятилетий акции могут вообще не повышаться в стоимости. Индекс «Standard & Poor's», обрушившись, достигнув пика в 1968 году, смог вернуться к уровню 1968 года с поправкой на инфляцию только в 1992 году! Еще в 1970-е годы колебания стоимости побудили инвестиционных менеджеров сосредоточить внимание на показателях прибыли относительно определенных ориентиров, например, фондового индекса «S&P 500». Таким образом, успешная работа отображалась показателями работы менеджера активов относительно индексов для стандартных классов

активов, и чем лучше были относительные результаты работы — тем больше привлекалось инвесторов. Другими словами, менеджеры привлекали больше инвесторов — и платили им больше, — даже если стоимость фонда падала, но не понижалась так сильно, как контрольный индекс.

Напротив, менеджеры хеджинговых фондов концентрируют внимание на скорректированной по риску абсо-

Вставка 1

Все началось с оливок

Первая достоверно известная инвестиция хеджингового типа была сделкой с опционом «колл» и, по всей видимости, имела место примерно 2500 лет тому назад. Аристотель передал историю бедного философа Фалеса, который продемонстрировал скептикам, что он изобрел «универсальный финансовый механизм» и получил прибыль, заключив договор с владельцами оливковых давилен на исключительное право пользования их оборудованием для переработки предстоящего урожая. Владельцы давилен были рады переложить на него риск, связанный с будущими ценами на маслины, и получить авансом платеж в качестве хеджа против плохого урожая. Оказалось, что Фалес правильно предсказал богатый урожай, и спрос на услуги оливковых давилен возрос. Он продал свои права на пользование давильнями и получил прибыль. В опционе «колл» Фалес рисковал только своим авансовым платежом. Хотя он не вкладывал деньги ни в поля, ни в работников, ни в оливковые давильни, он активно участвовал в производстве маслин, приняв на себя риск, который не могли или не хотели взять на себя крестьяне, выращивавшие маслины, и владельцы давилен, — и позволил им сосредоточить внимание на производстве и переработке маслин. Они получили доход от своей работы, а он — от своей.

Современная история хеджинговых фондов начинается с Альфреда Уинслоу Джонса, социолога и журналиста, который описал поведение рынка в 1930-е и 1940-е годы и основал один из первых хеджинговых фондов в 1949 году. Фонд Джонса использовал леверидж и короткие продажи для «хеджирования» портфеля акций против падения цен на активы. Большого интереса эти фонды не вызывали до 1966 года, когда всеобщее внимание привлекла статья в журнале «Fortune», в которой рассказывалось о том, что фонд Джонса зарабатывал прибыль, на 44 процента более высокую, чем лучшие акционерные фонды, даже несмотря на комиссию в размере 20 процентов от прибыли фонда. К 1968 году существовало уже порядка 200 хеджинговых фондов, но многие из них разорились в периоды падения рынка в 1969–1970 и 1973–1974 годах. По-настоящему хеджинговые фонды стали развиваться в 1990-е годы, в основном под влиянием нового богатства, созданного в период резкого роста фондовых бирж в 1990-е годы.

лютной прибыли — то есть их цель состоит в том, чтобы добиться максимального увеличения стоимости инвестиции за год, а не просто получить результат, превышающий средний. Следовательно, большинство менеджеров хеджинговых фондов получают плату в зависимости от того, насколько они увеличили богатство инвесторов, то есть процент от прибыли, а не в зависимости от показателей работы относительно ориентира, и поэтому их внимание сосредоточено исключительно на положительной прибыли. Хотя менеджерам также платят один-два процента комиссионных в год за управление активами, основная часть вознаграждения зависит от полученной абсолютной положительной прибыли. Кроме того, менеджеры обычно вкладывают в фонды значительные суммы своего собственного капитала, что обеспечивает совпадение их интересов с интересами инвесторов и препятствует опрометчивому принятию рисков. Иногда также применяется «отметка полной воды» — принцип, в соответствии с которым гонорар выплачивается только после восполнения убытков капитала, — что служит сильным стимулом к сохранению капитала. В этом контексте минимизация колебаний стоимости и защита портфеля хеджингового фонда от общих колебаний стоимости на рынке путем применения хеджинга становится ключом к долгосрочной максимизации прибыли.

Хеджинг, арбитраж и леверидж. Что такое хеджинг? Это технология защиты портфеля от резких колебаний рыночной стоимости. По сути, она связана с покупкой и удержанием активов, имеющих хорошие долгосрочные перспективы, при одновременной продаже активов, имеющих сомнительные перспективы. Последняя методика — короткие продажи — предусматривает заимствование активов и их продажу с целью последующей обратной покупки по более низкой цене для возврата первоначальному владельцу. Разница между выручкой от продажи активов и стоимостью их обратной покупки и составляет прибыль. Развитие в последние пятьдесят лет обратимых

акций, а также фьючерсов, опционов и соответствующих производных инструментов, привязанных к фондовым индексам, создало почти неограниченные возможности для осуществления коротких продаж и хеджинга (см. вставку 2).

Технология арбитража заключается в извлечении прибыли за счет того, что иногда актив может одновременно продаваться на другом рынке по другой цене. Поскольку в одно и то же время актив должен иметь одинаковую цену на всех рынках, способом извлечения прибыли при низком риске является продажа актива по высокой цене на одном рынке (короткая продажа) и покупка актива по низкой цене на другом рынке (длинная покупка). Когда цены сблизятся, можно попытаться получить арбитражную прибыль путем продажи актива, имевшего низкую цену, и обратной покупки актива, имевшего высокую цену. Типичным примером арбитражных возможностей являются облигации компаний, обратимые в ее акции.

Менеджер хеджингового фонда стремится к достижению абсолютной прибыли путем изыскания максимально-го числа возможностей для извлечения прибыли, которые были бы защищены от «круговорота» — что на профессиональном жаргоне означает получение *альфа*-прибыли (не связанной с показателями рынка), а не *бета*-прибыли. Поскольку такая прибыль часто бывает возможна только за счет небольшой трейдинговой маржи, для получения достаточного дохода при низкой волатильности используются *леверидж* и пруденциальное управление рисками. Ключевой переменной эффективности является скорректированная по риску прибыль. Наиболее часто используется показатель Шарпа: отношение среднего значения прибыли к ее среднеквадратическому отклонению. Чем выше отношение при определенном значении риска, тем выше скорректированная по риску прибыль.

Таким образом, хеджинговые фонды получают прибыль не путем точного предсказания направления изменения цен, а путем определения временных возможностей полу-

Вставка 2

Основные стратегии арбитража, используемые хеджинговыми фондами

Арбитраж на конвертируемых ценных бумагах. Стратегия, в рамках которой менеджеры покупают портфель ценных бумаг, конвертируемых в другие виды ценных бумаг. Например, облигации корпораций часто могут конвертироваться в акции компаний-эмитентов. Обычно котировки таких акций и облигаций меняются в тесной увязке друг с другом. Однако иногда условия на рынке акций и облигаций вызывают расхождения в ценах. Хеджинговые фонды покупают и продают акции и облигации одновременно, получая прибыль на расхождениях цен и заставляя цены вновь сближаться.

Ценные бумаги в критической ситуации. Стратегия, в рамках которой менеджеры используют заемные средства для инвестиций в долговые инструменты и акции компаний, которые находятся или недавно находились в состоянии реорганизации в связи с банкротством или могут объявить банкротство в ближайшем будущем.

Событийные операции/слияния. Стратегия, в рамках которой менеджеры инвестируют средства в возможности, создаваемые крупными операциями, такими как обособление компонентов компаний, слияния и приобретения компаний, реорганизации в связи с банкротством, рекапитализация и выкуп акций.

Глобальные макровозможности. Стратегия, в рамках которой менеджеры используют глобальные подходы

«сверху вниз» и могут инвестировать средства на любых рынках в любые инструменты для извлечения прибыли за счет отклонений цен в результате изменений в мировой экономике, геополитических условий, глобального баланса спроса и предложения или других крупномасштабных изменений.

Длинные/короткие позиции. Стратегии, в рамках которых менеджеры принимают длинные позиции в ценных бумагах, стоимость которых, как ожидается, должна возрасти, и короткие позиции в ценных бумагах, стоимость которых должна понизиться, с тем чтобы обезопасить портфель от волатильности на рынке. Примером такой стратегии является создание портфеля, состоящего из длинных позиций в ценных бумагах наиболее прочных компаний в отрасли и соответствующих коротких позиций в ценных бумагах наиболее слабых компаний.

Нейтральная позиция на рынке. Разновидность стратегии длинных/коротких позиций, в рамках которой менеджеры инвестируют одинаковый капитал в балансирующие длинные и короткие позиции, с тем чтобы портфель имел нулевой или близкий к нулю рыночный риск.

Арбитраж на волатильности. Стратегия, в рамках которой менеджеры продают краткосрочные опционы «колл» и «пут» для получения прибыли за счет тенденций снижения премии опциона и возврата к среднему значению волатильности, используя опционы индекса и/или опционы фьючерсных контрактов.

чения прибыли на разнице в ценах. Чтобы поверить в возможности успешной работы хеджинговых фондов, следует отвергнуть или, по крайней мере, пересмотреть хорошо известную гипотезу эффективных рынков, согласно которой ни одна модель прогнозирования движения цен на активы в среднем не может быть намного более точной, чем подбрасывание монеты. Однако в действительности работу хеджинговых фондов можно рассматривать как деятельность, направленную на обеспечение эффективных рынков: активно стремясь к устранению расхождений в ценах на рынках, хеджинговые фонды способствуют более быстрому и более эффективному сближению цен на уровне рыночного равновесия, смягчают ошибки в рыночном ценообразовании, снижают крайние ценовые значения и могут стабилизировать рынки благодаря «покупкам по низкой цене и продажам по высокой цене».

Разоблачение мифов о хеджинговых фондах

В последние годы часто и широко дискутируется вопрос о хеджинговых фондах, их влиянии на глобальную финансовую стабильность — особенно после того, как в 1998 году пришлось спасать крупный американский хеджинговый фонд (см. вставку 3), — и степени их регулирования и надзора за ними. В действительности эти опасения преувеличены. Рассмотрим два главных мифа.

Миф 1. Хеджинговые фонды могут ради собственной прибыли менять ситуацию на финансовых рынках или

вызывать рыночные потрясения. Однако, проведя всеобъемлющий анализ, Комиссия по ценным бумагам и биржам США недавно пришла к выводу о том, что практически нет доказательств того, что хеджинговые фонды могут менять ситуацию на рынках, а несколько научных исследований не выявили доказательств того, что хеджинговые фонды явились причиной азиатского кризиса или других экономических потрясений в мире (IMF, 1998). Проведение обратных операций по «переложенным сделкам» (заемствование под низкие процентные ставки и кредитование под высокие ставки) действительно явилось фактором кризиса европейского валютного механизма в 1993 году, кризиса песо в 1994–1995 годах и азиатского кризиса 1997–1998 годов. Однако ключевой проблемой в основе этих событий явилось несоответствие валютных курсов экономическим детерминантам, а не вмешательство участников финансовых рынков. Так, в проведенном в МВФ исследовании под руководством Эйхенгрина делается вывод о том, что хеджинговые фонды, будучи готовыми идти на риск покупки определенных активов, которые существенно потеряли в цене, помогли ограничить падение котировок во время азиатского кризиса и ускорить восстановление.

Как широко признается Федеральной резервной системой США, Комиссией по ценным бумагам и биржам США и МВФ, в действительности деятельность хеджинговых фондов способствует повышению эффективности, а во многих случаях — и ликвидности финансовых рынков. Они не только помогают корректировать рынки в случае сильных отклонений, но также помогают банкам и другим кредиторам разуменять риски, связанные с реальной экономической деятельностью, активно участвуя в работе рынка секьюритизированных финансовых инструментов. А поскольку прибыль хеджинговых фондов во многих случаях менее связана с более широкими рынками долговых и акционерных инструментов, они предлагают более традиционным инвестиционным учреждениям способ уменьшения риска путем диверсификации портфелей.

Миф 2. Хеджинговые фонды не регулируются, и надзор за ними не осуществляется. В действительности хеджинговые фонды в Соединенных Штатах подлежат прямому или косвенному регулированию и надзору со стороны семи государственных учреждений США (Федеральной резервной системы, Министерства финансов, Комиссии по ценным бумагам и биржам, Комиссии по срочной биржевой торговле, Национальной фьючерской ассоциации, Валютного контролера и Федеральной корпорации страхования депозитов), а также многочисленных международных учреждений.

Долговременное явление

Итак, хеджинговые фонды называются хеджинговыми фондами потому, что они используют весь диапазон хеджинговых методов для уменьшения волатильности портфелей. Они становятся все более популярными с расширением частной собственности на капитал во всем мире и стремлением владельцев крупного капитала сохранить свое богатство на волатильных рынках. Желая уменьшить беспокойство проблемами прозрачности и надзора, государственные органы разрабатывают новые подходы к обеспечению потребностей общества в стабильной финансовой системе и защите инвесторов, сохраняя в то же время те преимущества, которые обеспечивают им хеджинговые фонды на финансовых рынках. ■

Эндрю Убайд — директор «Global Economics» в рамках «Tudor Investment Corporation».

Вставка 3

Обвал «LTCM»

Банкротства случаются на любых рынках, и хеджинговые фонды от них не застрахованы. Наиболее знаменит случай с «Long Term Capital Management» («LTCM»), хорошо известным хеджинговым фондом, который осенью 1998 года потерял весь свой капитал. Неожиданный всплеск рыночной волатильности летом 1998 года привел к очень быстрому росту потерь «LTCM» и потребовал ликвидации фонда. Помимо применения фондом некоторых сомнительных стратегий, банкротство «LTCM» было вызвано следующими двумя основными причинами: системы управления риском в «LTCM» и его банки были слабыми; и инвестиционные позиции «LTCM» стали слишком большими относительно общих рыночных объемов соответствующих активов. Когда динамика цен стала отрицательной, «LTCM» не смог достаточно быстро продать свои авуары. Для корректировки своего портфеля фонд был вынужден прибегнуть к чрезвычайным продажам, и его убытки резко возросли. Поскольку его позиции были столь высокими и привязанными к столь большому числу других финансовых учреждений, проблемы «LTCM» переросли в потенциальный системный риск, что побудило власти вмешаться.

После тщательного анализа положения дел в области хеджинговых фондов, вслед за банкротством «LTCM», компании, которые взаимодействовали с хеджинговыми фондами, усилили управление риском невыполнения обязательства контрагентами. Кроме того, национальные и иностранные органы регулирования финансового сектора усилили надзор за хеджинговыми фондами. Однако еще более важным было то, что произошла переоценка ситуации собственно в отрасли хеджинговых фондов, и ведущие хеджинговые компании определили принципы оптимальной практики для отрасли. Последующие оценки, например, оценка, проведенная Форумом финансовой стабильности в 2002 году, показали, что управление риском было усилено, а леверидж сократился.