Никита КНЯЗЕВ,
аналитик, «ТКБ Капитал»

Для квалифицированного институционального инвестора, например негосударственного пенсионного фонда, управляющей компании или банка, в связи с регулированием его деятельности существует ряд ограничений по уровню риска инвестиций. В последнее время управляющие активами все чаще стали обращаться к инвестиционным стратегиям с защитой капитала. Наиболее яркими примерами таких стратегий можно считать комбинацию облигации с опционом и индексируемый депозит.

ОПЦИОН на защиту

Ранее управляющие пенсионными и паевыми инвестиционными фондами не могли использовать опционы в своих стратегиях. Однако на сегодняшний день в соответствии с приказом ФСФР РФ N° 09-45/пз-н использовать опционы разрешено в целях снижения риска. К тому же, для минимизации рыночного риска НПФ обязаны размещать часть денежных средств в депозиты банков. Таким образом, применение индексируемых депозитов негосударственным пенсионным фондом дает ему возможность соблюсти ограничения, связанные с покрытием рыночного риска, и при этом привязать доходность размещаемых в депозит средств к какому-либо рыночному индикатору. Это обеспечивает asset-менеджеру гибкость в управлении деньгами и возможность реализовать свое видение рынка через практически безрисковый инструмент. Кроме того, использование опционов и индексируемых депозитов может быть интересно управляющим компаниям для снижения риска портфелей акций, а также выполнения ограничений по сохранности средств, переданных в доверительное управление.

Разберем более подробно использование индексируемого депозита и комбинации опциона с облигацией на примере из нашей практики. В июне-августе 2010 года рынки ощущали давление европейских долговых проблем и торговались без конкретного направления. При этом общая неопределенность по поводу сворачивания и развертывания стимулирующих мер отдельными странами провоцировала активность инвесторов в защитных инструментах, уверенный рост показывали драгоценные металлы. С января серебро, как и золото, выросло примерно на 10%. В течение августа индекс S&P снизился на 7%. В то же время, индекс волатильности (VIX) вырос за аналогичный период на 17%. Ситуация на рынке складывалась неоднозначно. В защитных инструментах открытый интерес вырос примерно на 11%. Появилась хорошая инвестиционная возможность поучаствовать в росте серебра с гарантией защиты капитала и экспирацией стра-

Рисунок 1
Цена серебра с мая 2010 г. по декабрь 2010 г.

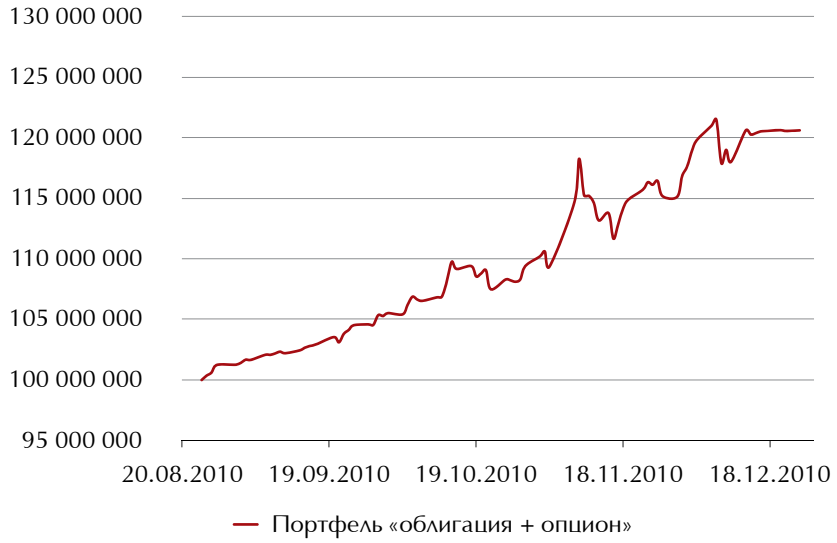
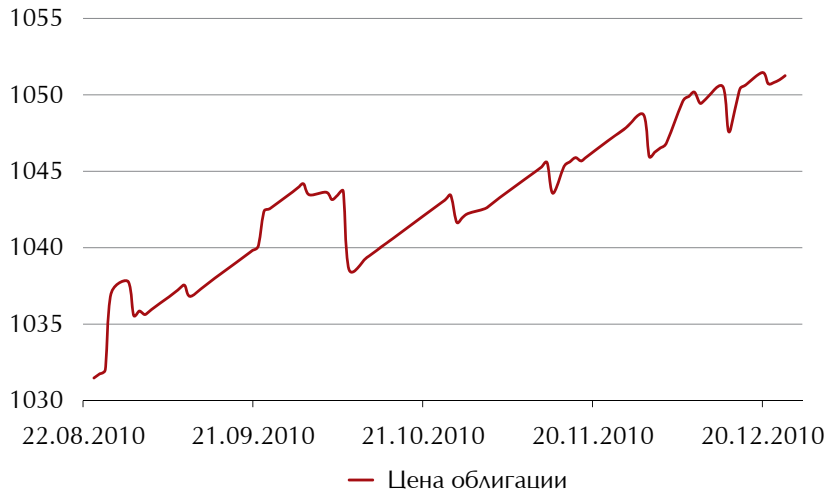


Рисунок 2
Динамика стоимости портфеля «облигация плюс опцион»

тегии в декабре того же года. Серебро является одновременно и промышленным, и драгоценным металлом, что делает его интересным как в случае финансовых проблем на рынке, так и при прогнозах роста экономики. При этом если золото регулярно обновляло свои исторические максимумы в последнее время, то серебро еще очень далеко от своих максимальных значений ($50.3 за тройскую унцию). На Рисунке 1 показана динамика стоимости серебра с мая и до конца 2010 года. Базовым активом опциона для торговой идеи «серебро на рост» удобно выбрать декабрьский фьючерс на серебро, котируемый на бирже РТС (тикер SVZ0). Реализовать идею участия в росте с зашитой капитала можно через индексируемый депозит с долей участия в росте данного фьючерса (банк предлагал на тот момент долю в 42%). Также возможна реализация стратегии через облигацию высокого кредитного качества с погашением в декабре и опцион на данный фьючерс со страйком, ближайшим к текущим ценовым уровням фьючерса (тикер SV19BL0). Купон по облигации обеспечивает сохранность и нулевую доходность для инвестированных средств, а опцион дает возможность получить доход от участия в росте. Так УК или НПФ может выполнить требование по сохранности пенсионных средств и обеспечить сверхдоходность относительно рынка при желаемом кредитном риске. В случае использования связки облигации и опциона ликвидность для сделки можно получить напрямую в биржевом стакане. При этом если в моменте в стакане не хватает ликвидности на требуемый объем, связавшись по телефону или другим средствам связи с опционным деском, можно ее получить. Более гибкие условия по параметрам опциона — сроку, базовому активу, страйку — деск может предоставить по внебиржевому договору. Следует отметить, что внебиржевой договор несет в себе дополнительный кредитный риск контрагента. Чтобы устранить данный риск, опционы со стандартными условиями можно котировать с расчетами через биржу.

> «ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ИНДЕКСИРУЕМЫХ ДЕПОЗИТОВ И ПОРТФЕЛЯ ИЗ ОБЛИГАЦИЙ И ОПЦИОНОВ ПОЗВОЛЯЕТ КОНСТРУИРОВАТЬ ИНСТРУМЕНТЫ С ЗАЩИТОЙ КАПИТАЛА, ДАЮЩИЕ ЭФФЕКТИВНОЕ УЧАСТИЕ В РОСТЕ ИЛИ ПАДЕНИИ РЫНОЧНЫХ ИНДИКАТОРОВ С ГИБКИМ ПРОФИЛЕМ КРЕДИТНОГО РИСКА»

Рисунок 3
Изменение стоимости облигации в портфеле



В нашем случае в качестве облигации была взята бумага «Москва-38» с экспирацией 26.12.2010, номиналом 1000 руб. и купоном 10% годовых, выплачиваемым два раза в год. На тот момент бумага торговалась с доходностью примерно 3.5%, денежный рынок стоял на уровнях 2.25–2.75%. Разберем структуру портфеля «облигация плюс опцион» в предположении инвестирования 100 млн руб. Точкой входа в портфель было выбрано 24.08.2010. Цена одной облигации на тот момент составляла 1031.47 руб., включая на-

копленный купонный доход. Предполагая выплату по погашению облигации на 26.12.2010 в размере 1050 руб., мы получаем доход по облигации в 1.795% в абсолютном выражении. Для гарантии защиты капитала необходимо купить 95 239 облигаций, что обеспечит возврат суммы в 100 млн руб. на 26.12.2010. Оставшиеся средства используются для фондирования покупки 62 645 опционов на серебро (тикер SV19BL0) с экспирацией 14.12.2010. На Рисунке 2 приведена динамика стоимости такого портфеля. На Рисунках 3 и 4 показано изменение стоимости компонентов портфеля облигации и опциона соответственно. Стоит отметить, что приведенная комбинация облигации высокого кредитного качества с опционом дает доходность по торговой идее с зашитой капитала в 60% годовых на диапазоне в три-четыре месяца и порядка 20% в абсолютном выражении. Сводные данные по портфелю «облигация плюс опцион» приведены в Таблице 1. Также отметим, что если бы в качестве базового актива был выбран другой металл, используемый в качестве защитного инструмента, золото, то годовая доходность составила бы примерно 23%.

Как уже упоминалось выше, реализовать идею с ростом серебра можно также через индексируемый депозит. По депозиту на 124 дня на сумму 100 млн руб. банк давал долю участия в росте фьючерса в 42%. Годовая доходность по такому депозиту на 26.12.2010 составила 67% годовых. Сводные данные по индексируемому депозиту «серебро на рост» приведены в Таблице 2.

Давайте сравним преимущества и недостатки данных финансовых инструментов. Использование индексируемых депозитов дает возможность практически нивелировать влияние рыночного риска при участии в росте или падении рыночного актива, но при этом сохраняется кредитный риск банка, в котором находится депозит. Таким образом, при приемлемом для компании кредитном риске банк может реализовать торговую идею, структурированную с необходимыми сроками экспирации и процентом, связанным со сложным базовым активом, не торгующимся на бирже, например с календарным спредом между фьючерсами или корзиной фьючерсов. Недостатком использования индексируемых депозитов также является безотзывность инвестиций, так как большинство банков не предусматривает в индексируемых депозитах для юридических лиц возможности расторжения. Безотзывность инвестиции в депозит не дает возможности изменить аллокацию средств в случае движения рынка против мнения управляющего. Преимуществом использования облигации с опционом является возможность извлечения инвестированных средств до срока экспирации, но размер дисконта зависит от ликвидности облигаций и опционов и может достигать существенных значений, что является недостатком. При этом использование опционов с облигациями предусматривает более гибкий подход к выбору кредитного и рыночного риска для инвестиций.

В качестве вывода отметим, что использование индексируемых депозитов и портфеля из облигаций и опционов позволяет конструировать инструменты с зашитой капитала, дающие эффективное участие в росте или падении рыночных индикаторов с гибким профилем кредитного риска.

Рисунок 4
Изменение стоимости опциона в портфеле

Таблица 1
Сводные данные по портфелю «облигация плюс опцион»

	24.08.2010	26.12.2010	Доходность в абсолютном выражении	Годовая доходность	Валюта
Облигация Москва-38	1031.47	1050	1,80%	5.29%	RUB
Опцион на фьючерс на серебро (SV19BL0)	0.92	10.57	1048,9%	3418.3%	USD
Курс USD	30.6041	30.9006			RUB
Сумма, инвестированная в опционы	57 634	662 158			USD
Сумма, инвестированная в облигации	98 235 238	100 000 000			RUB
Итого	**100 000 000**	**120 461 069**	**20.5%**	**60.2%**	**RUB**

Таблица 2
Сводные данные по индексируемому депозиту «серебро на рост»

Индексируемый депозит	24.08.2010	26.12.2010	Доходность в абсолютном выражении	Годовая доходность	Валюта
Фьючерс на серебро	19	29.3	54.21%	159.57%	USD
Сумма инвестирования	100 000 000	122 768 421	22.77%	67.02%	RUB