В ближайшие годы доходности большинства инвестиционных стратегий будут определяться в основном глобальными макроэкономическими и политическими процессами. Для того чтобы получить хорошую доходность в условиях возросшей волатильности и использовать возможность хеджировать риски, портфельные управляющие должны иметь достаточно широкий мандат. Однако основным трендом последних лет становится как раз сужение мандата управляющих и четкая специализация фондов. Это заставляет asset-менеджеров концентрироваться на том, как уменьшить волатильность портфелей и сократить потенциальные потери, а не на том, как оптимально распределить средства между различными классами активов. В этих условиях спрос на активное управление, который раньше удовлетворяли хедж-фонды, остается неудовлетворенным.

В поисках глобальных управляющих

Дмитрий ШЕМЕТИЛО,
директор, «Фактор Капитал»

Манипулирование кривыми доходности со стороны центральных банков продолжает разрушать рынки[1]. Сильная политизация экономических решений не позволяет принимать экономически обоснованные долгосрочные инвестиционные решения и усиливает перекосы в оценке активов. В ожидании высокой волатильности и политической неопределенности инвесторы переводят все больше денег в защитные активы, и новый пузырь финансового рынка надувается в государственных облигациях.

Это уже привело к изменениям банковских структур и стратегий банков. Теперь начинают проявляться и более долгосрочные последствия, оказывающие влияние на индустрию управления активами.

Первыми жертвами стали хедж-фонды. Изначально они были свободны в выборе стратегии и инвестиций. Их управляющие имели очень широкие мандаты, инвесторами выступали богатые клиенты, заинтересованные в получении доходности больше, чем в сохранении средств. Инвесторы делегировали управление активами выбранному менеджеру, который получал вознаграждение, связанное с доходностью фонда.

Когда ужесточение риск-менеджмента в банках привело к снижению доходов от трейдинга, многие банки стали размещать деньги в хедж-фондах напрямую или через фонды-фондов, как бы арендуя у них трейдинг (outsourcing of trading).

Вслед за банками к хедж-фондам пришли пенсионные фонды, подталкиваемые снижающимися доходностями на облигационных рынках.

Привлечение хедж-фондами средств под управление от институциональных инвесторов заставило их создавать фонды или портфели, следующие определенной стратегии. Когда основной доход стал зависить не от прибыльности инвестиций, а от количества средств под управлением (AUM, Assets Under Management), хедж-фонды практически превратились в управляющие компании, предоставляющие своим клиентам, пенсионным фондам, страховым компаниям услуги по реализации определенных стратегий инвестиро-

[1] CBonds Review, Nov 2011, «Спекулянты против политиков».

вания. Ashmor[1] и BlueBay[2] — пожалуй, одни из самых успешных фондов, прошедших этот путь.

При этом оценка результатов уже проводилась не с точки зрения абсолютоной доходности, но по отношению к индексу или другим фондам с похожим мандатом. Нарушение мандата очень часто приводило и приводит к отзыву средств из-под управления менеджера.

Характерно, что один из индикаторов рынка — фонды фондов, которые изначально задумывались как компании, выбирающие наиболее успешных и талантливых менеджеров, — согласно данным Hedge Fund Research, показали результаты хуже, чем отдельно взятые хедж-фонды в течение восьми из десяти прошедших лет[3]. Это не удивительно, поскольку они были вынуждены выбирать не менеджеров, а стратегии и наиболее успешных менеджеров в определенных стратегиях. И если комиссии хедж-фондов составляли 2 + 20 (комиссия за управление активами в размере 2% от объема активов под управлением (AUM) и 20% как доля участия в заработанных прибылях), то у фондов, основанных управляющими компаниями, структура комиссий могла быть существенно меньше.

Одновременно с этим стандартизация привела к появлению огромного количества ETF (Exchange Trade Funds) с большим разнообразием инвестиционных стратегий. Например, банк UBS запустил 25 ETF в 2011 году и 84 в 2012-м[4]. Большинство стандартных стратегий и индексов стало доступно даже на розничном уровне.

Таким образом, при размещении средств под управление инвестиционное решение должно быть принято уже на этапе выбора стратегии. Разобраться со всем этим количеством стратегий даже подготовленному инвестору очень нелегко. Увеличение объема информации во многом не облегчает, а затрудняет этот процесс, создавая информационный шум. Кое в чем могут помочь профессиональные информационные системы, такие как Bloomberg, но они, как правило, недоступны частным инвесторам, а порой даже институционалам.

Аналитика, публикуемая инвестиционными банками, тоже редко дает возможность связать глобальные тренды с конкретными идеями по формированию портфеля. Очень точно, хоть и несколько заумно по этому поводу высказался Амин Раджан из Creative Research: «В отрасли очень мало управляющих с необходимым всеобъемлющим пониманием факторов, влияющих на вознаграждение за риск, корреляции активов и тактическими отклонениями в периоды дислокации капитала»[5]. Проще говоря, портфельные управляющие сегодня все меньше ориентируются на глобальную инвестиционную картину, поскольку большинство мандатов на управление становятся более специализированными, а не глобальными.

То есть доминирующей тенденцией на рынке становится перекладывание стратегического инвестиционного решения по размещению активов на самого инвестора с предоставлением ему максимально широкого выбора инструментов.

Основной аргумент традиционного управления активами о том, что высокая доходность сопряжена с высокими рисками, никто не отменял. Но минимизация рисков и сохранение доходности портфеля в условиях ограниченного мандата — задача гораздо более сложная и труднодостижимая.

В результате этих тенденций классические «2 + 20» хедж-фонды переживают тяжелые времена. Основные источники их активов, такие как фонды фондов и деньги институциональных инвесторов, переходят под управление более дешевых глобальных управляющих компаний. Частные инвесторы, напуганные слабыми результатами[6] и затрудняющиеся в выборе стратегии, предпочитают уходить в подразделения банков по работе с частными клиентами (Private Banking). Последние активно расширяются и даже начинают прямо или косвенно увеличивать плату за свои услуги. При этом комиссии в private banking за discretionary management соизмеримы с теми 2%, которые запрашивали хедж-фонды.

На рынке складывается интересная ситуация, когда состоятельным клиентам, готовым рискнуть сбережениями в районе от $0.5 млн до $1 млн, оказывается очень сложно разместить средства под доверительное управление с разумными издержками и комиссиями, привязанными к показываемой доходности. Для private banking с наиболее профессиональными управляющими командами такие состоятельные клиенты являются второстепенными, а стандартные УК предлагают им на выбор ряд стратегий и фондов, но оставляют окончательный выбор за самим клиентом. При этом некоторые крупные управляющие компании практически прекратили прием средств под управление. Именные хедж-фонды тоже не заинтересованы в такого рода вкладчиках, у них достаточно крупных инвесторов. А инвестирование в небольшие хедж-фонды с определенными стратегиями связано с высокими кредитными рисками.

Классические хедж-фонды, когда инвестор платит за то, чтобы его средствами управляли зарекомендовавшие себя управляющие, конечно, остались. Недавний пример — новый проект Лии Робинсона, ушедшего из Catalyst Fund (фонд, который специализировался на корпоративных событиях, связанных со слияниями и поглощениями). После ликвидации Catalyst Fund Робинсон основал новый фонд — Altana Sovereign Diversity Fund, — в который вложил $25 млн собственных средств. Новая стратегия предполагает «использование краткосрочных трендов в валютах для капитализации на негативных экономических тенденциях в таких странах, как Франция, Германия, Греция, Испания, Англия и США». Даже здесь потребовалось определение мандата, хотя он и достаточно широкий.

Ниша классического управления активами (когда управляющие принимали решения о диверсификации между различными классами инструментов), при этом ориентированная на инвесторов с активами от $500 тыс., предпочитающими активное управление портфелем, постепенно заполняется новыми игроками. Например, multifamily offices или инвестиционными клубами (investment clubs).

На мой взгляд, такие глобальные диверсифицированные фонды без определенного мандата, умеющие находить конкретные истории на рынке, покажут лучшие результаты в ближайшие несколько лет, чем фонды, ориентированные на конкретные стратегии. Они могут быть созданы как большими УК, так и отдельными управляющими, но репутация управляющего и способность построения процесса принятия инвестиционного решения на основе top down анализа будет определяющей.

---

[1] http://www.ashmoregroup.com/

[2] http://www.bluebayinvest.com/

[3] The Economist, Going, going, gone? — 02.06.2012.

[4] FT, UBS leads largest London ETF launch — 28.06.2012.

[5] FT, Managers failing to profit from volatility, 28.06.2012.

[6] HFRX Weighted Composite Index вырос с января на 1.86% в то время как FTSE на 2.4%.

БУДЬ ЧЕЛОВЕКОМ

фонд помощи больным детям

Зачем потребовалось создавать фонд

Благотворительный фонд «Будь Человеком» представляет собой уникальную инфраструктуру для добрых дел. Ее уникальность состоит в том, что любой желающий может предложить свои идеи по работе фонда и выбрать для себя форму участия в его проектах. Найти ребенка, которому необходимо лечение (медицинский консультант фонда свяжется с родителями, медицинскими учреждениями, региональными департаментами/министерствами здравоохранения и поможет определить необходимость и формат помощи), организовать сбор средств, провести благотворительное мероприятие или просто сделать благотворительное пожертвование на сайте фонда.

Деятельность фонда абсолютно прозрачна. Фонд принципиально не оказывает никакой помощи в наличной форме. Все операции проводятся через единственный расчетный счет, фонд готов отчитаться по каждой операции на счете. Ежемесячные отчеты публикуются на сайте и доступны по запросу.

Отличительной особенностью фонда является отсутствие издержек на его содержание (аренду помещения, оплату работы персонала, рекламу и т. д.) Необходимую работу осуществляет инициативная группа, это позволяет жертвователям быть уверенными в том, что их средства в полном объеме пойдут на помощь больным детям.

Поддержка фонда

Так сложилось, что у истоков фонда «Будь Человеком» стояли сотрудники различных организаций, работающих в облигационном сегменте российского финансового рынка. Поэтому, будучи полностью открытым для добрых людей независимо от их профессиональной принадлежности, фонд возлагает особую надежду на отзывчивость коллег-финансистов России.

Чтобы стать участником фонда, достаточно просто зарегистрироваться на сайте www.budch.ru.

Как с нами связаться:
119454, Москва,
ул. Коштоянца, д. 35, кв. 2
тел. +7 (499) 133-60-62
www.budch.ru

Если вы готовы помочь:
Вы можете сделать пожертвование через банк посредством перевода средств на расчетный счет благотворительного фонда, а также на сайте фонда www.budch.ru с помощью пластиковой карты, кошелька RBK Money, платежных терминалов QIWI и системы Яндекс.Деньги.

Реквизиты фонда:
Наименование — Благотворительный фонд «Будь Человеком».
Р/сч. 40703810200000010116
в ВТБ 24
(закрытое акционерное общество),
к/сч. 30101810100000000716
БИК 044525716
ИНН/КПП
7729450441/772901001
ОГРН 1117799016587
Назначение платежа — «Благотворительное пожертвование для реализации программы «Будь Человеком»