



Фонд в мешке

ОДНО ИЗ ГЛАВНЫХ ПРАВИЛ ЛЮБОГО ИНВЕСТОРА — ВСЕГДА ЧИТАТЬ МЕЛКИЙ ШРИФТ, ЗАЧАСТУЮ ИМЕННО В ЭТИХ ПОДРОБНОСТЯХ ЗАРЫТЫ ОСНОВНЫЕ РИСКИ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ. ИНДЕКСНЫЕ ФОНДЫ, КОТОРЫЕ В ПОСЛЕДНИЕ ГОДЫ СТАНОВЯТСЯ ВСЕ ПОПУЛЯРНЕЕ, — ОТЛИЧНАЯ ИЛЛЮСТРАЦИЯ К ЭТОЙ АЗБУЧНОЙ ИСТИНЕ, УВЕРЕНА ПАРТНЕР UFG WEALTH MANAGEMENT ОКСАНА КУЧУРА.



ВИКТОР ЧУМАЕВ

К середине 2011 года объем средств, инвестированных в биржевые индексные фонды (ETF, exchange-traded fund), превысил \$1,5 трлн. Многие инвесторы считают ETF одним из самых эффективных инструментов, позволяющих создать диверсифицированный портфель с минимальными затратами, даже при небольшом объеме средств. Однако с середины 90-х, когда первый ETF появился на рынке, произошли существенные изменения, и этот термин стал применяться в отношении множества инструментов, имеющих весьма отдаленное сходство с оригинальной концепцией индексной корзины бумаг. Регуляторы давно бьют тревогу, что часть продуктов, продаваемых инвесторам под названием ETF, на самом деле гораздо ближе к кредитным дериватам типа CDO (collateralized debt obligation). Тем самым, что стали причиной краха не одного хедж-фонда в 2008 году.

Первый звонок прозвенел в сентябре 2011 года: банк UBS объявил о потерях \$2,3 млрд в результате

действий одного из трейдеров, работающего на рынке деривативов и синтетических ETF. Трейдер, открыв позицию для валютного синтетического ETF, намеренно не захеджировал ее и ввел в систему контроля рисков заведомо ложные данные. Банк обнаружил проблему, когда потери стали принимать астрономические масштабы.

Синтетические ETF и есть предмет пристального внимания и головной боли регуляторов. Все началось довольно невинно: видя растущий интерес инвесторов к таким инструментам, управляющие компании начали предоставлять клиентам доступ к максимально широкому выбору индексов, включая рынки, ранее недоступные небольшим инвесторам, вроде сырьевых и валютных фьючерсов или экзотических развивающихся рынков. Проблема в том, что многие из этих рынков не слишком ликвидны, а транзакционные расходы значительно превышают традиционные для ETF десятые доли процента.

Чтобы обойти это препятствие, управляющие компании стали синтезировать поведение того или иного индекса, покупая свопы (swap — финансовая операция, подразумевающая временный обмен активами) у родственных инвестиционных банков. Своп выплачивает доходность, соответствующую доходности выбранного индекса. Поскольку управляющая компания несет кредитный риск банка, банк предоставляет в залог ценные бумаги в размере 90% от стоимости чистых активов синтетического ETF. Как правило, это акции и облигации высоколиквидных развитых рынков США, Европы и Японии.

По сведениям Банка международных расчетов (Bank for International Settlements), 45% ETF, торгуемых в Европе, синтетические. В США на их долю приходится только 3,3%. Там традиционно сильны позиции таких провайдеров, как iShares и State Street SPDR, формирующих реальный портфель ценных бумаг под каждый созданный ETF. Кроме того, в США есть регуляторное положение, обязывающее провайдера ETF иметь не менее 80% активов фонда в реальных бумагах, соответствующих предлагаемому индексу. Синтетические же разновидности носят название ETV (exchange-traded vehicle) или ETN (exchange-traded note).

Значительно обострившиеся проблемы европейского банковского сектора могут быстро перевести теоретические риски синтетических ETF в практическую плоскость. Например, при банкротстве банка 10% стоимости чистых активов ETF, не обеспеченных залогом, будут потеряны сразу. Управляющая компания — провайдер ETF — останется с портфелем бумаг, имеющим мало общего с воспроизводимым индексом. С учетом того, что управляющая компания чаще всего является «дочкой» банка, вопрос о качестве залоговых бумаг становится еще более острым. Для

банка такой ETF легко может стать инструментом дешевого рефинансирования неликвидного портфеля, от которого нельзя избавиться на открытом рынке. Ничего не подозревающий инвестор, покупающий, например, индекс драгоценных металлов, может оказаться в итоге владельцем итальянских облигаций и японских акций.

Кроме того, если на рынке возникнут опасения относительно финансового состояния банка, предоставившего своп, инвесторы, скорее всего, начнут избавляться от акций ETF по любой цене, не дожидаясь реализации залоговых бумаг. В этот момент стоимость акций

ETF будет стремительно падать, независимо от доходности индекса, который он по идее должен отслеживать.

Разумеется, от потенциального инвестора никто не скрывает истинную природу приобретаемого инструмента. По крайней мере, с формальной точки зрения. В инвестиционном меморандуме или проспекте должна содержаться исчерпывающая информация о структуре фонда, эмитенте свопов, размере залогового покрытия и типов бумаг, которые могут быть приняты в качестве залога. Задача потенциального покупателя — внимательно прочитать все документы, включая мелкий шрифт, и не покупать kota в мешке ●