



должна удовлетворять нескольким требованиям, среди которых — владение активами на сумму не менее \$1 млн либо их доход на протяжении последних двух лет превышал \$200 тыс., а в случае супружеских пар — \$300 тыс. Требования к квалифицированному инвестору выше: он должен владеть активами не менее чем на \$5 млн.

### Российская идентичность

В России хедж-фондов в традиционном понимании нет. По словам Андрея Аржанухина, до изменения регулирования в 2016 году среди нормативно установленных категорий фондов была такая категория закрытых паевых инвестиционных фондов (ЗПИФ), как хедж-фонд. Однако по составу и структуре активов она мало чем отличалась от ЗПИФов прямых инвестиций и венчурных инвестиций. «Было создано некоторое количество таких, в кавычках, хедж-фондов. Но все они, по существу, были фондами private equity. На данный момент таких фондов не осталось. Они либо закрыты, либо сменили свою категорию на комбинированный ЗПИФ», — обращает внимание господин Аржанухин.

Активная популяризация российского фондового рынка среди частных инвесторов привела к росту спроса не только на классические стратегии, но и хеджевые, поэтому отечественные управляющие начали использовать для этого оболочку интервальных паевых инвестиционных фондов (ИПИФ). Комбинированные ИПИФы данного типа позволяют использовать самый широкий спектр активов — начиная от акций и заканчивая сырьевыми товарами. Как и в случае с западными хедж-фондами, российские ИПИФы могут использовать заемные средства для операций на фондовом рынке, а также деривативы для хеджирования рыночных рисков.

По оценкам «Денег», основанным на данных ЦБ, в реестре паевых инвестиционных фондов числятся только четыре интервальных фонда, в названии которых присутствует словосочетание «хедж-фонд». Этими фондами управляют три управляющие компании — «Сбер Управление активами», «ТКБ Инвестмент Партнерс» и УК «Инвест Менеджмент Центр».

Половина всех фондов находится в линейке «Сбер Управление активами» — «Сбер — Первый Хедж Фонд» и «Сбер — Второй Хедж Фонд», созданные за последний год. В рамках этих стратегий средства клиентов инвестируются в ценные бумаги иностранных компаний с капитализацией более \$5 млрд, имеющих как высококонкурентную бизнес-модель или представляющих быстрорастущие сектора экономики (телеком, e-commerce, здравоохранение, социальные сети, онлайн-игры, компании, занимающиеся разработками в области искусственного интеллекта), так и традиционные сектора, которые выигрывают от восстановления мировой экономики. Хеджирование в фондах происходит с помощью специального математического алгоритма, где установлен уровень просадки, ниже которого портфель не опускается. «Фонд построен на идее симулирования покупки опциона колл, где максимальная просадка — премия за опцион. Базовым активом является наш портфель», — рассказывает Евгений Линчик. Минимальный порог входа в фонды установлен на уровне \$15 тыс.

Как и в случае с иностранными хедж-фондами, российские ИПИФы данного типа доступны только квалифицированным инвесторам, требования к которым, правда, мягче, чем на Западе. Для получения данного статуса физическое лицо должно соответствовать одному из пяти требований. Два

### ЮРИДИЧЕСКАЯ ФОРМА

Чаще всего западные хедж-фонды юридически представляют собой товарищество на вере или коммандитное товарищество (Limited Partnership). Это форма основана на складочном капитале, где подразделяют две категории членов: полные товарищи и вкладчики-коммандитисты. Полные товарищи осуществляют деятельность от имени товарищества и отвечают по обязательствам товарищества всем своим имуществом. Вкладчики-коммандитисты отвечают только своим вкладом. По данным Андрея Бершадского, основное место регистрации хедж-фондов в офшорах: Каймановы острова — 37%, округ Делавер в США — 27%, Британские Виргинские острова — 7%, Бермуды — 5%, Люксембург и Ирландия — 5%.

самых распространенных — стоимость активов инвестора не менее 6 млн руб. или объем сделок за последние четыре квартала с периодичностью не реже десяти раз в квартал и не реже одного раза в месяц на сумму не менее 6 млн руб.

### Риски для неслабонервных

При выборе фонда инвесторы должны внимательно изучать не только стратегию, но и финансовые инструменты, которые ими покупаются. Если инструменты, входящие в состав фонда, имеют низкую ликвидность, повышенную волатильность, то инвесторы должны осознавать все риски, связанные с такими вложениями. При этом основной риск — это неполучение того уровня дохода, на который рассчитывал инвестор, как и в любом другом финансовом инструменте. В июле лучшие мировые управляющие таких фондов зафиксировали убытки на фоне растущих индексов развитых стран. HFRI 500 Hedge Fund Indices, отслеживающий 500 самых крупных хедж-фондов, снизился на 0,4%. В то же время индекс S&P 500 вырос на 2,44%. «Стратегии, которые занимаются хеджированием, имеют право на существование и место в диверсифицированном портфеле, но нужно понимать, что абсолютное большинство таких портфелей с годами будет отставать по доходности от просто long-only-стратегий и портфелей, особенно с учетом высоких комиссий», — отмечает директор по инвестициям УК «Открытие» Виталий Исаков.

Впрочем, по-настоящему провальными оказывались стратегии хедж-фондов не из-за высокой комиссии, а из-за неправильно выбранной стратегии и отсутствия хеджа. В итоге использование финансовых рычагов усиливало многократно неблагоприятные ценовые колебания. «Мир хедж-фондов знает много примеров, когда очень умные

### КОМИССИИ ХЕДЖ-ФОНДОВ

В связи со сложностью разработки и ведения стратегий хедж-фондов комиссии за управление по ним выше, чем по традиционным фондам. Структура вознаграждений обычно включает в себя комиссию за управление (management fee) — 1–4% (чаще всего 2%), и комиссию за успех (performance fee или success fee) — 10–50% (чаще всего 20%). В последнее время наблюдается заметное снижение комиссий, нередко можно встретить уровни значительно ниже 2% и 20% соответственно.

в общем-то люди (иные даже были нобелевскими лауреатами) безвозвратно теряли большую часть клиентских денег. Недаром на Западе такие фонды предназначены только для квалифицированных инвесторов — это совершенно точно не инструмент для новичка», — отмечает Виталий Исаков.

По словам Максима Попова, некоторые фонды, стремясь обыграть рынок, изначально позиционированы крайне агрессивно, и инвестор должен быть готов к высокой волатильности акций фонда. Другие же, наоборот, имеют цель защитить активы инвестора и показать положительный результат при разных рыночных ситуациях, при этом жертвуя доходностью в периоды роста рынка. «В этом случае инвестор должен быть готов к тому, что на „бычьем рынке“ результаты фонда будут отставать от индексов», — отмечает господин Попов.

Стоит учитывать и невысокую ликвидность таких вложений. Обычно хедж-фонды формируются на долгий срок, и выйти из них так же быстро, как из открытых ПИФов или стратегий ДУ, нельзя. «Это связано со стратегией фонда и спецификой хеджирования. Хедж-фонды подходят для долгосрочных вложений потому, что есть возможность вложиться в рискованные бумаги, то есть стратегия buy&hold. Неконтролируемые притоки и оттоки усложняют механизм хеджирования и в целом управления фондом из-за высокой волатильности бумаг», — отмечает Евгений Линчик. Западные фонды обладают в основном месячной ликвидностью, то есть инвестор может купить или продать акции фонда один раз в месяц (обычно на конец месяца). Российские хедж-фонды интервальные, поэтому выйти из них можно только в интервал, который открывается раз в квартал или полугодие. Досрочно можно выйти из фондов только в случае, если они торгуются на бирже, но не по всем фондам вторичная ликвидность высокая, а значит, спреды между ценой покупки и продажи могут оказаться достаточно широкими ●