

СОДЕРЖАНИЕ

ПРЕДИСЛОВИЕ. ЧЕМ ЭТА КНИГА ПОЛЕЗНА ДЛЯ РОССИЙСКОГО ЧИТАТЕЛЯ	5
ВСТУПЛЕНИЕ	8
<hr/>	
1 ПРИНЦИПЫ ГРАМОТНОГО УПРАВЛЕНИЯ АКТИВАМИ	13
A БАЗОВЫЕ ПРИНЦИПЫ	14
B ДИВЕРСИФИКАЦИЯ	16
C РИСКИ В ИНВЕСТИЦИЯХ	19
D РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ	28
<hr/>	
2 ИНВЕСТИЦИИ В КОММЕРЧЕСКУЮ НЕДВИЖИМОСТЬ	35
A ЧТО МОЖНО СЧИТАТЬ КОММЕРЧЕСКОЙ НЕДВИЖИМОСТЬЮ?	36
B ИНТЕРЕСЫ ИНВЕСТОРОВ	36
C СТРАТЕГИИ ИНВЕСТИРОВАНИЯ	39
D О ЧЕМ СЛЕДУЕТ ПОДУМАТЬ ПЕРЕД НАЧАЛОМ ИНВЕСТИРОВАНИЯ	49
<hr/>	
3 ИНВЕСТИЦИИ В ЦЕННЫЕ МЕТАЛЛЫ (ЗОЛОТО, СЕРЕБРО И ДР.)	53
A ЧТО ПРЕДСТАВЛЯЮТ СОБОЙ ИНВЕСТИЦИИ В ЦЕННЫЕ МЕТАЛЛЫ?	54
B ИНТЕРЕСЫ ИНВЕСТОРОВ	55
C СТРАТЕГИИ ИНВЕСТИРОВАНИЯ	56
D О ЧЕМ СЛЕДУЕТ ПОДУМАТЬ ПЕРЕД НАЧАЛОМ ИНВЕСТИРОВАНИЯ	59

4	ИНВЕСТИЦИИ В АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ ИСТОЧНИКИ ЭНЕРГИИ	61
A	ЧТО ТАКОЕ АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ ИСТОЧНИКИ ЭНЕРГИИ?	62
B	ИНТЕРЕСЫ ИНВЕСТОРОВ	63
C	СТРАТЕГИИ ИНВЕСТИРОВАНИЯ	65
D	О ЧЕМ СЛЕДУЕТ ПОДУМАТЬ ПЕРЕД НАЧАЛОМ ИНВЕСТИРОВАНИЯ	67

5	ИНВЕСТИЦИИ В КОЛЛЕКЦИОННЫЕ ПРЕДМЕТЫ И ПРЕДМЕТЫ УВЛЕЧЕНИЙ	69
A	КАКИЕ ПРЕДМЕТЫ КОЛЛЕКЦИОНИРОВАНИЯ И УВЛЕЧЕНИЙ ПОДХОДЯТ ДЛЯ ИНВЕСТИЦИЙ? 70	
B	ИНТЕРЕСЫ ИНВЕСТОРОВ	71
C	СТРАТЕГИИ ИНВЕСТИРОВАНИЯ	72
D	О ЧЕМ СЛЕДУЕТ ПОДУМАТЬ ПЕРЕД НАЧАЛОМ ИНВЕСТИРОВАНИЯ	75

6	ИНВЕСТИРОВАНИЕ В НЕПУБЛИЧНЫЕ (ЧАСТНЫЕ) КОМПАНИИ	77
A	КАКИЕ КОМПАНИИ ОТНОСЯТСЯ К КАТЕГОРИИ НЕПУБЛИЧНЫХ?	78
B	ИНТЕРЕСЫ ИНВЕСТОРОВ	80
C	СТРАТЕГИИ ИНВЕСТИРОВАНИЯ	80
D	О ЧЕМ СЛЕДУЕТ ПОДУМАТЬ ПЕРЕД НАЧАЛОМ ИНВЕСТИРОВАНИЯ	83

7	ИНВЕСТИЦИИ В ХЕДЖ-ФОНДЫ	89
A	ЧТО ТАКОЕ ХЕДЖ-ФОНДЫ?	90
B	ИНТЕРЕСЫ ИНВЕСТОРОВ	91
C	СТРАТЕГИИ ИНВЕСТИРОВАНИЯ	92
D	О ЧЕМ СЛЕДУЕТ ПОДУМАТЬ ПЕРЕД НАЧАЛОМ ИНВЕСТИРОВАНИЯ	94

	ЗАКЛЮЧЕНИЕ	98
	ОБ АВТОРЕ И ЕГО КНИГЕ	100

ПРЕДИСЛОВИЕ

ЧЕМ ЭТА КНИГА ПОЛЕЗНА ДЛЯ РОССИЙСКОГО ЧИТАТЕЛЯ

Сразу начнем с того, что стать инвестором — задача не из простых. Возможностей для вложения денег существует множество, они разнообразны, но при этом зачастую сложны для понимания. Человека, который хочет правильно перераспределить свой капитал и получить положительную отдачу от накопленных сбережений, может поджидать на этом пути немало препятствий.

В начале 1990-х годов одна российская фирма, носившая название МММ и занимавшаяся исходно импортом офисного оборудования, столкнулась с финансовыми проблемами и решила поправить свои дела, переквалифицировавшись в инвестиционную компанию. Она начала продавать свои акции, предложив инвесторам фантастически огромный доход — до 3000% годовых! Компания не скупилась на средства, привлекая все новых и новых доверчивых инвесторов, используя для рекламы самые разнообразные приемы. Например, в телевизионных роликах МММ выступали хорошо известные в стране люди, которые всячески превозносили ее достоинства. Эта агрессивная маркетинговая стратегия окупилась с лихвой, и буквально за несколько месяцев МММ стала одной из крупнейших финансовых компаний в стране.

Однако успех ее основывался вовсе не на экстраординарном прорыве в инвестиционном бизнесе, а на обычном мошенничестве, хотя и осуществлявшемся с колоссальным размахом. Последствия этого оказались трагичными, а само слово МММ стало нарицательным, как название одной из крупнейших в истории финансов пирамид Понци. Разрушившись, пирамида МММ погубила миллионы людей, и некоторые из них дошли до самоубийства от разорения и отчаяния.

Мошенническая схема Понци основана на выплате первым инвесторам нереально высоких процентов (намного превышающих то, что обычно предлагает финансовый рынок) за счет денег последующих вкладчиков. Когда деньги в системе заканчиваются — а это случается неизбежно, — оставшиеся клиенты теряют все свои вклады. Кажущийся успех денежной пирамиды основан на энтузиазме первых вкладчиков, которые, обрадовавшись буквально падающим с неба деньгам, немедленно становятся горячими сторонниками нового финансового «чуда».

Российские финансовые власти регулярно предупреждали и предупреждают вкладчиков об опасности финансового мошенничества. В 1994 году Министерство финансов РФ выпустило перечень финансовых компаний (куда вошла и МММ), которые выпускали акции без необходимых лицензий. Однако нелегко заставить инвестора прислушаться к подобным предупреждениям, когда вложенные им деньги чудесным образом умножаются в несколько раз, и притом в рекордно короткие сроки.

На нынешнем сайте Центрального банка России размещена подробная информация о пирамидах Понци, с перечислением ряда характерных для них признаков. Важнейшие из них таковы:

Они обещают вкладчикам проценты, в несколько раз превышающие рыночные стандарты, а также «гарантированный» возврат инвестиций.

У них нет лицензии или разрешения на осуществление инвестиционной деятельности от Банка России или Федеральной службы по финансовым рынкам.

Финансовые связи этих компаний с теми, которые они якобы финансируют для получения дохода, недостаточно прозрачны, а сфера деятельности этих финансируемых организаций, как правило, весьма расплывчата.

Фактически выплата процентов одним клиентам происходит исключительно за счет вкладов других (последующих) клиентов.

Несмотря на многочисленные предупреждения, наивные инвесторы все продолжают попадаться на уже известные уловки. Не так давно Центральный банк России раскрыл еще одну аналогичную пирамиду: некая компания обещала вкладчикам годовой доход около 600% (2,2% в день), предлагая инвестиции в микрокредитование. И опять мы видим здесь все характерные элементы финансового мошенничества: агрессивная маркетинговая кампания с участием известных личностей, невероятная окупаемость первых инвестиций, выплата процентов одним участникам за счет других.

Как ни печально, старая история повторяется снова и снова, не только разоряя незадачливых клиентов, но и нанося большой ущерб репутации всей финансовой отрасли в целом.

В итоге российские вкладчики сейчас довольно настроенно относятся к любым финансовым институтам. Пытаясь оздоровить финансовый сектор, Центральный банк России начиная с 2013 года отозвал около 300 банковских лицензий. Привело это, однако, в основном к усилению доминирующего положения ряда ведущих игроков на финансовом рынке, а имевший место волонтаризм лишь способствовал усилению совершенно не обоснованной общей подозрительности.

Итак, в сегодняшней России на полном серьезе стоит вопрос: разумно ли доверить свои деньги банку. И если нет, то кому тогда их доверять и где разместить?

Зачастую россияне попросту хранят деньги дома, например, в сейфе. Но и это сопряжено с риском. В 2014 году все, кто держал свои активы в рублях, обнаружили, что их покупательная способность уменьшилась вдвое всего за несколько месяцев: произошло резкое обесценение национальной валюты. Конечно, более дальновидные жители России давно хранят деньги в евро или долларах, но тем не менее проблема распределения активов и для них остается актуальной: нельзя ли все-таки как-то инвестировать свои сбережения? Не купить ли государственные облигации? Или акции? Или еще какие-нибудь финансовые продукты?

Из боязни принять неправильное решение многие люди предпочитают вообще ничего не делать, забывая, что при этом теряют возможные доходы от разумных вложений.

Опыт устойчивого управления активами говорит, что лучшая стратегия состоит в их распределении между нескольких типами инвестиций. Эта стратегия — отнюдь не самая прибыльная, но она менее рискованна при сравнимой доходности.

Одно из российских исследований 2017 года¹ в рамках проекта «Сколково» продемонстрировало, что общее распределение российских активов более или менее диверсифицировано, но доля некоторых из них, таких как акции частных компаний, все же избыточна:

- недвижимость в жилищном секторе — 13%;
- ликвидные активы — 26%;
- акции непубличных компаний — 20%;
- акции непубличных компаний, которыми активно управляет инвестор, — 36%;
- другие виды активов — 5%.

Итак, хотя общий финансовый портфель действительно диверсифицирован, нельзя не отметить преобладание в нем акций частных компаний, которые допускают более быстрое удорожание капитала, но зато, в случае возникновения проблем, имеют слишком низкую ликвидность.

Еще один вывод из приведенного исследования — большая роль активов в форме недвижимости. Такие вложения сравнительно хорошо защищены от капризов финансового рынка, хотя прибыльность в этой области иногда существенно страдает из-за слишком высоких ставок заимствования.

В другом отчете, выполненном аналитической компанией Knight Frank², говорится, что инвесторы в России и СНГ живо интересуются и некоторыми альтернативными вариантами размещения капитала, в первую очередь — покупкой золота. Вложения в предметы искусства, вино, винтажные автомобили и зарубежную недвижимость также играют в России гораздо большую роль (+70%), чем у инвесторов из других стран (среднемировое значение +27%).

В общем, при всем своем настороженном отношении к инвестициям российские вкладчики заинтересованы в удорожании своего капитала. Тем не менее по своей значимости интерес к приросту капитала в России занимает лишь третье место после проблемы сохранения активов и противодействия их волатильности. Вот почему альтернативные варианты инвестиций составляют сейчас лишь постепенно растущую долю в общем распределении финансов.

Цель данной книги — дать читателю ключи к пониманию законов инвестирования, помогающих избегать возможных проблем и ловушек и выбирать те варианты вложения капитала, которые наиболее соответствуют целям конкретного вкладчика.

¹ *The Investment Preferences of Russian Wealth Possessors. Skolkovo Wealth Transformation Centre, 2017.*

² *Knight Frank Report Wealth, 2018.*

ВСТУПЛЕНИЕ

Самые грандиозные революции зачастую совершаются без кровопролития, а порой и вообще бесшумно. Не углубляясь в историю, оценить их масштабы из современной перспективы уже невозможно. Именно такая тихая революция произошла и в мире инвестиций. Ее скорее следовало бы назвать эволюцией, в ходе которой постепенно и незаметно менялась структура управления личными финансами со стороны частных лиц.

За последние два десятилетия на финансовых рынках случился целый ряд катастроф. Инвесторы пережили один из самых серьезных кризисов в истории финансов, спровоцировавший беспрецедентное вторжение ведущих мировых центральных банков на финансовые рынки. Сначала инвесторы увидели, как у них на глазах испаряются миллиарды долларов биржевой капитализации, затем пережили периоды экстремальной волатильности, вызванные повторными кризисами, и, наконец, столкнулись с настолько серьезным вмешательством правительственных структур, что так называемая безопасная прибыль была практически полностью уничтожена, хоть и не напрямую.

Возникает вопрос: могут ли нынешние вкладчики управлять своими личными активами так же, как это было раньше?

Так называемый инвестиционный профиль³ вкладчика, то есть стратегия управления личными финансами, был универсален в течение многих десятилетий. Традиционный, или классический, подход к организации финансов состоял в том, чтобы после приобретения постоянного жилья начать инвестировать имеющиеся сбережения на финансовых рынках. Разумеется, управление капиталом всегда осуществлялось с теми или иными рисками; иначе говоря, доля рискованных активов в портфеле каждого инвестора зависела от его личной терпимости к более заманчивым, но менее надежным вложениям. Для инвесторов, ищущих безопасные инвестиции, существовали суверенные облигации — долгосрочные долговые продукты, выпущенные суверенными государствами для финансирования их государственного дефицита. В странах с формирующейся рыночной экономикой роль «подушки безопасности» обычно выполняла жилая недвижимость.

Особенность кризиса 2008 года заключалась в том, что от целой серии финансовых катаклизмов пострадали буквально все активы, начиная со считавшихся наиболее надежными денежных средств и кончая самыми рискованными акциями и вложениями в недвижимость. Когда в марте 2000 года лопнул гигантский «интернет-пузырь», инвесторов тоже прошиб холодный пот, но все-таки в то время

3 Не следует путать звучащие похоже понятия «инвестиционный профиль» и «инвестиционный портфель». Первое понятие подразумевает стратегию управления финансами, например, последовательность действий по приобретению или продаже активов. Вторым термином означает совокупность имеющихся у человека инвестиционных продуктов — акций, облигации и т. п. — Прим. перев.

владельцы недвижимого имущества, а также те инвесторы, чей портфель состоял из денежных активов и облигаций, были защищены от фондовых потрясений.

После взрыва «интернет-пузыря» правительственные органы, с целью остановить падение финансовых рынков, насильственно вмешались в экономическую сферу, многократно меняя учетные ставки центральных банков. Однако несвоевременное манипулирование учетной ставкой со стороны Федеральной резервной системы США привело в 2001–2008 годах к неслыханному росту рынков недвижимости. Дело в том, что, когда центральные банки снижают свои ключевые учетные ставки, на основании которых, напомним, определяются ставки заимствования по ипотечным кредитам, вкладчикам настоятельно рекомендуют воспользоваться открывающимися возможностями по приобретению жилья. Волна новых покупателей порождает растущий спрос на покупку недвижимости. Давление спроса вызывает рост цен, который провоцирует потенциальных новых покупателей лезть в долги, чтобы воспользоваться возможностью выгодного кредитования, слишком заманчивой, чтобы ее игнорировать. Эти — почти рефлексивные — действия инвесторов стали особенно заметны после того, как из-за неудач, вызванных взрывом «интернет-пузыря», вкладчикам было предложено держаться подальше от фондовых рынков, считавшихся слишком неустойчивыми, и инвестировать в рынок недвижимости, цены на котором, как тогда представлялось, могут расти вечно. Но когда и этот рынок лопнул, как мыльный пузырь, цены на недвижимость упали почти одновременно во всем мире на долю от 10% до почти 40% от первоначальной.

Этот резкий спад на рынке недвижимости привел к появлению огромного количества сложных финансовых продуктов, стоимость которых зависела от недвижимости США. Поскольку характер влияния банков на все эти финансовые продукты становился все более непонятным даже для самого банковского руководства, то вокруг кредитных учреждений начала сгущаться атмосфера подозрительности. Но банковский кредит — главная движущая сила экономической деятельности, поэтому в Европе очень быстро ощутилось пробуксовывание экономики, продемонстрировавшее хрупкость основ, на которых строились денежные отношения в Евросоюзе. В результате сокращения налоговых поступлений в некоторых странах резко возрос дефицит государственного бюджета. Португалия, Италия, Ирландия, Греция, Испания (группа стран, для которой в английском политическом сленге изобрели акроним PIGS) оказались почти не в состоянии выполнять свои финансовые обязательства.

В условиях назревающей экономической катастрофы валютные органы главных мировых экономических держав приняли решение вмешаться в процессы на рынке облигаций. В финансовой истории появилась крылатая фраза Марио Драги, президента Европейского центрального банка, пообещавшего во что бы то ни стало обеспечить правильное погашение суверенного долга и успокоить инвесторов: *Whatever it takes*⁴.

4 «Чего бы это ни стоило»; «во что бы то ни стало».

Нужно хорошо осознавать, что эта фраза — не мантра и не заклинание. Она на полном серьезе означала, что Европейский центральный банк был готов напечатать столько банкнот, сколько необходимо, и купить задолженность стран, находящихся в беде, чтобы не допустить взлета кредитных ставок. Отказ от вмешательства мог бы привести к драматическим последствиям: неспособность какой-либо страны (члена Евросоюза. — *Прим. перев.*) выплачивать долговые обязательства способно вызвать разрушительную цепную реакцию вплоть до валютного коллапса во всей зоне евро.

Для инвесторов это вмешательство финансовых властей не обошлось без ущерба. Из событий 2008 года инвесторы, желающие выгодно разместить свои сбережения, сделали несколько выводов. Они поняли, что традиционное распределение активов, состоящее из акций, облигаций, валютных ценных бумаг и недвижимости, больше не является надежным способом диверсификации. Возвращение волатильности на финансовые рынки заставило их относиться с гораздо большей осторожностью и даже с недоверием к фондовой бирже. Сложившаяся исторически альтернатива акциям в виде облигаций сделалась теперь гораздо менее привлекательной из-за понизившейся доходности государственных облигаций и других долговых продуктов. Массовое приобретение суверенных долгов валютными властями — главным образом в зоне доллара и евро — расплывало доходность этих активов так же быстро, как снег тает на солнце. Вот почему ставки, предлагаемые инвесторам для финансирования суверенного долга США, Франции или Германии, составляют на сегодняшний день менее 1%. Если бы сейчас эти страны управлялись лучше, чем в прошлом, инвесторы могли бы еще согласиться с более низкой доходностью облигаций, но ясно, что это не так.

Кроме того, инвесторы осознали, что в 2008 году власти использовали для выхода из кризиса точно такие же методы, как и в 2000 году для преодоления спада фондового рынка, и что экономическая депрессия 2008 года была как раз следствием финансовой политики между 2000-м и 2008 годами. Следовательно, повторение такого подхода может предвещать и новый кризис в будущем. Призрак инфляции бродит по Европе, угрожая сбережениям вкладчиков.

Экономическая теория, лежащая в основе решения о вмешательстве на финансовых рынках, — это, конечно, кейнсианская теория. Полезно повторить здесь, что сказал об инфляции сам Дж.М. Кейнс (хотя это явно забыли его сторонники): «Через постоянно идущий процесс инфляции правительства могут незаметно и на вполне законных основаниях отобрать у граждан значительную часть их богатства»⁵.

Важно помнить, что деньги не появляются из ничего. Увеличивая денежную массу без создания эквивалентной стоимости, центральные банки ведущих экономик рисковали вызвать длительный цикл гиперинфляции — перспектива ни для кого не радужная.

5 *The Economic Consequences of the Peace by John Maynard Keynes, C.B. New York, Harcourt, Brace and Howe, 1920.*

На основе сделанных выводов инвесторы основательно поменяли свою стратегию. Во-первых, после кризиса, вызванного недалёковидным подходом к ипотечному кредитованию, возродился интерес к активу, забытому более двух десятилетий назад: золоту. Спрос на желтый металл буквально взорвался, и его цена в период с 2008-го по 2012 год выросла вдвое. Поскольку количество золота на Земле ограничено, оно является одним из лучших убежищ от массовой печати не обеспеченных эквивалентной стоимостью банкнот.

Но золото не было единственным активом, который пользовался вниманием инвесторов после 2008 года. Исследования крупных банков, управленческих компаний и аудиторских фирм, таких как PricewaterhouseCoopers⁶, The Bank of New York Mellon⁷ или Blackstone Group⁸, способствовали росту интереса инвесторов к новым видам активов: так называемым «альтернативным активам». В 2009 году компания Preqin⁹ объявила, что доля альтернативных инвестиций, которая на тот момент составляла около 5% портфеля вдумчивых инвесторов, должна удвоиться за год. В 2015 году престижный The Bank of New York Mellon заявил: вполне вероятно, что объем индустрии альтернативных активов вырастет до 7 трлн долл. в течение трех лет. По прогнозу, сделанному в том же году фирмой PricewaterhouseCoopers, прирост этого сектора в течение пяти лет составит 20 трлн долл. Возникла устойчивая, доказанная аналитиками тенденция вкладчиков проявлять все больше интереса к альтернативным инвестициям.

Что же представляют собой эти альтернативные инвестиции (или активы)? Проще всего определить их через то, чем они не являются. Альтернативные активы — это все, что отсутствует в традиционных портфелях вкладчиков, состоящих из акций, облигаций, денежных продуктов и их производных. К альтернативным инвестициям следует отнести недвижимость, включая коммерческую, возобновляемые источники энергии, драгоценные металлы, предметы роскоши и коллекционирования, инвестиционный капитал и хедж-фонды. В целом эти активы должны либо положительно коррелировать с ростом денежной массы (например, золото), либо, как в случае хедж-фондов, иметь положительный рост независимо от поведения финансовых рынков. Инвесторы недвусмысленно дают понять, что они больше не доверяют традиционным активам, ключ от которых — учетная ставка — находится в руках центральных банков.

Что же следует нам выбрать среди различных альтернативных активов? Как эти активы оценивать? Как именно нужно в них инвестировать? Эта книга даст вам ответы на все подобные вопросы.

6 *Alternative investments, it's time to pay attention. PriceWaterHouse Coopers, May 2015.*

7 *Building for the future. BNY Mellon, Preqin Institute, May 2016.*

8 *Seeking an alternative. Blackstone report, April 2017*

9 *Investor outlook. Preqin Institute, 2009.*

1

**ПРИНЦИПЫ
ГРАМОТНОГО
УПРАВЛЕНИЯ
АКТИВАМИ**

А БАЗОВЫЕ ПРИНЦИПЫ

КЛАССИФИКАЦИЯ АКТИВОВ

Инвестиции можно разделить на несколько классов, среди которых сразу выделяются три основные группы: денежные активы, облигации (долговые ценные бумаги) и акции публичных компаний, которые торгуются на биржевых рынках и обычно называются просто акциями. Эти три класса активов являются фундаментальной для традиционной и общепризнанной диверсификации инвестиционного портфеля. Каждый класс активов имеет свое соотношение доходности и риска.

Динамика активов, принадлежащих к разным классам, не коррелирует; это означает, что падение активов одного класса не обязательно влечет за собой падение активов других классов. Именно так и работает диверсификация. Диверсифицируя свой капитал, т. е. вкладывая его в активы сразу несколько классов, инвестор снижает риск уменьшения принадлежащих ему средств.

Каждый класс активов делится далее по различным категориям, связанным с отраслями бизнеса, географией или характеристиками эмитента. Существуют, например, облигации, выпущенные государствами, и облигации, выпущенные компаниями. Есть облигации американские, выпускаемые Государственным казначейством США, есть немецкие, выпускаемые таким же органом ФРГ. Процент, выплачиваемый организацией-эмитентом инвестору (так называемый купон), может иметь различный размер, что и составляет различия в характеристиках организации, выпускающей облигации: чем выше размер купона, тем более рискованным считается эмитент.

Распределение инвестированного капитала между различными классами активов определяется в значительной степени терпимостью каждого конкретного инвестора к тем или иным рискам и поэтому часто называется «профилем риска».

Помимо традиционных, существуют и другие классы активов, которые обычно все вместе определяются как «альтернативные активы», то есть альтернативные по отношению именно к первым трем классам (а не друг к другу). Сюда относятся:

- недвижимость (жилая или коммерческая);
- природные ресурсы;
- объекты инфраструктуры;
- ценные металлы;
- коллекционные объекты и предметы роскоши;
- доли капитала непубличных компаний, акции которых не обращаются на рынке;
- хедж-фонды.

Альтернативные активы по своей природе не однородны и представляют собой совокупность различных инвестиционных продуктов, имеющих тем не менее некоторые схожие характеристики, в первую очередь — меньшую ликвидность (т. е. их трудно продать быстро по реальной стоимости) и более высокий порог входа

(или «минимальный инвестиционный билет»). Мы подробно рассмотрим каждый класс альтернативных активов начиная со второй главы этой книги.

ГОРИЗОНТ ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Инвестиционный горизонт — это период, в течение которого инвестор не предполагает использовать свой капитал: собственно говоря, только тогда и можно вкладывать его куда бы то ни было. Если, например, инвестор не имеет потребности тратить свой капитал в ближайшие пять лет, то его инвестиционный горизонт составляет пять лет.

Инвестор, который «обездвиживает» свой капитал, лишает себя возможности пользоваться им. Соглашаясь на такое ограничение, он получает право на вознаграждение. Вполне логично, что окупаемость инвестиций, размещаемых на длительный срок, будет выше, чем у кратковременных. Итак, чем дольше инвестиционный горизонт, тем выше ожидаемая инвесторами компенсация.

Инвестиционные горизонты можно классифицировать следующим образом:

- краткосрочный — неопределенный или определенный горизонт сроком до 2 лет;
- среднесрочный — горизонт сроком от 2 до 10 лет;
- долгосрочный — горизонт сроком более 10 лет.

Понимание инвестиционного горизонта для инвестора имеет первостепенное значение. Это позволит ему определить, каким активам следует отдавать предпочтение. Например, имея более длительный горизонт инвестирования, можно вкладывать капитал в активы с меньшей ликвидностью.

Активы, по которым риски (это понятие вводится ниже) более высоки, подойдут для реализации среднесрочных или долгосрочных инвестиционных целей. И наоборот, активы с меньшим риском будут отвечать краткосрочным целям. Дело в том, что при возникновении необходимости вернуть капитал преобразование актива с меньшей ликвидностью обратно в наличность может потребовать времени. Активы же с повышенной волатильностью рискуют обесцениться как раз в тот момент, когда инвестору потребуется возврат капитала, и этом случае инвестор не сможет реализовать их прибыльный потенциал.

ОРИЕНТАЦИЯ АКТИВОВ

Ориентация активов определяет способ управления инвестициями (стратегию вложения активов) и может быть надежной (безопасной), осторожной (осмотрительной), сбалансированной, динамичной и наступательной. Чем более динамичный или наступательный характер имеет ориентация, тем выше ожидаемая прибыль, однако тем выше и вероятность потерь.

Инвестор, тщательно оценивающий наличие или отсутствие рисков по своим активам, с большей вероятностью предпочтет безопасную ориентацию и станет приобретать активы либо в денежной форме, либо в виде объектов недвижимости.

Инвестор, ищущий высокую ожидаемую прибыль, при распределении активов выберет наступательную ориентацию и предпочтет размещение капитала в такие

активы, как акции, доли капитала непубличных компаний, хедж-фонды или же высокодоходные облигации.

В ДИВЕРСИФИКАЦИЯ

Диверсификацией инвестиционного портфеля (или просто диверсификацией) называют распределение инвестиций между различными классами активов. Диверсификация имеет своих сторонников и противников; противниками, как правило, являются инвесторы, которые внимательно следят за каждым из своих вложений. Как же лучше поступить: как советует народная мудрость, то есть не класть все яйца в одну корзину, или же, наоборот, как выразился Уоррен Баффетт, один из величайших инвесторов всех времен, «положить все яйца в одну корзину, но очень внимательно следить за самой корзиной»?

Стоит напомнить о том, что диверсификация портфеля не является самоцелью. Мы инвестируем не для того, чтобы диверсифицировать, а для того, чтобы достичь нужной нам цели — в том числе и с помощью диверсификации.

ДИВЕРСИФИКАЦИЯ И СОВРЕМЕННАЯ ТЕОРИЯ УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫМ ПОРТФЕЛЕМ

Современная теория инвестиционного портфеля основана на гипотезе Гарри Марковица¹⁰, согласно которой инвесторы ищут наименьший возможный риск при максимально возможной рентабельности инвестиций. Здесь речь идет о риске волатильности, то есть возможных отклонениях стоимости актива от долговременного среднего значения. Марковиц продемонстрировал, что, распределяя вложения по нескольким классам активов (то есть применяя диверсификацию), можно получить менее рискованную и более стабильную во времени доходность портфеля.

Пример: Рассмотрим две инвестиции «А» и «В». Инвестиция «А» дает прибыль в размере +20% в периоды, когда погода плохая, и в размере -10%, когда погода хорошая. Инвестиция «В» дает прибыль в размере -10%, когда погода плохая, и в размере +20%, когда погода хорошая. Предположим, что в течение половины времени наблюдений погода стоит хорошая, а в остальное время — плохая. Инвестируя только в «А», мы получаем прибыль в среднем в +5%; столько же выйдет, и если инвестировать только в «В». Но мы, естественно, не можем предугадать заранее, какая будет погода на улице, хорошая или плохая. Поэтому наилучшим решением будет инвестировать 50% средств в «А», а другие 50% — в «В». В этом случае нам гарантирована прибыль в размере +5% независимо от погодных условий.

¹⁰ В 1990 году Марковиц получил Нобелевскую премию по экономике за работы по теории финансовой экономики.

Таким образом, главным положительным следствием является снижение волатильности портфеля. Но это не единственное преимущество, которое можно получить от диверсификации.

ДИВЕРСИФИКАЦИЯ КАК СРЕДСТВО УЛУЧШИТЬ ДОСТУПНОСТЬ КАПИТАЛА

Экономика все время пульсирует, переживая периоды роста и падения. С одной стороны, это происходит из-за государственного вмешательства в экономику, а с другой стороны, благодаря присущей экономике способности к постоянному восстановлению. Йозеф Шумпетер⁴¹ квалифицирует этот феномен как «творческое разрушение», подразумевая, что любые компании обречены на гибель, если они не отвечают ожиданиям потребителей и общества в целом. Они призваны уступить место компаниям с более современным подходом к бизнесу или работающим более эффективно. Потребности людей постоянно меняются, и, следовательно, в экономике всегда будут присутствовать компании, дела которых приходят в упадок. Если компании перестают соответствовать требованиям рынка, их прибыль уменьшается, а цена их акций падает.

Не все категории активов растут или падают в цене синхронно. Это явление носит название декорреляции активов. Поэтому инвестирование в несколько классов активов, не коррелирующих друг с другом, позволяет надеяться, что они не будут все переживать периоды депрессии одновременно. Таким образом, еще одно преимущество диверсификации активов состоит в том, чтобы иметь при необходимости в любой момент доступные источники капитала.

Возьмем, например, инвестора, планирующего использовать через пять лет капитал, который он на это время полностью вложил в фондовые рынки США. Однако к концу этого срока на финансовых рынках США начинается депрессия. Если бы наш инвестор разместил часть своего капитала на других рынках (т. е. диверсифицировал свои инвестиции), у него оставалась бы возможность использовать для своих целей именно эти средства, а не упавшие в цене американские активы.

ДИВЕРСИФИКАЦИЯ КАК СРЕДСТВО КОНСОЛИДАЦИИ ОБЩЕГО РАСПРЕДЕЛЕНИЯ АКТИВОВ

Последний довод в пользу диверсификации связан с ролью, которую играют те или иные активы в общем портфеле инвестора. Каждый актив выполняет особую функцию. Так, недвижимостъ обычно предназначена для обеспечения регулярного дохода, а инвестиции в частный капитал используются для ускорения прироста капитала.

Следовательно, для достижения различных целей необходимо диверсифицировать свои активы. Именно поэтому перед любым серьезным решением инвестор должен подготовить стратегический инвестиционный план. В нем некоторые активы будут служить для сохранения уже имеющегося капитала, в то время как

⁴¹ Йозеф Шумпетер — влиятельный австрийский экономист, автор учения об экономических колебаниях.

другие будут иметь более «наступательный» характер. Или же некоторые вложения призваны обеспечивать регулярный доход, а другие будут приносить дополнительную, хотя и не столь регулярную прибыль.

Здесь уместно привести сравнение из области командного спорта, где каждому игроку отводится определенная роль, в том числе и для тех случаев, когда во время игры возникают рискованные или непредвиденные ситуации. На любом участке должны быть игроки, отвечающие за игру именно в этом секторе. Представьте себе футбольную команду, состоящую только из защитников и нападающих: как смогут они завладеть мячом в центре поля без полузащитников, основная роль которых как раз и состоит в обеспечении взаимодействия между задней и передней линией игроков?

Точно так же портфель инвестора не должен включать в себя только объекты недвижимости в ущерб наличным средствам. Отсутствие последних не позволит ему оперативно использовать выгодные инвестиционные предложения, которые зачастую возникают неожиданно.

Диверсификация укрепляет структуру персональных инвестиций, управляющихся традиционным образом. Каждый класс активов призван выполнять определенную задачу в вашем личном инвестиционном планировании.

Будьте внимательны и не впадайте в другую крайность: распыление активов. Иначе говоря, избегайте избыточной и не нужной диверсификации.

Общее правило, которому надлежит следовать в данном вопросе, звучит примерно так: каждый класс активов необходимо диверсифицировать пятью различными способами. Например, недвижимое имущество можно диверсифицировать исходя из типа собственности, географического расположения, размера имущества, подкласса активов, типа владения. Вот как, допустим, может выглядеть распределение:

- *Имущественный объект 1:* Квартира в Париже, 150 м², жилая недвижимость, в прямом владении.
- *Имущественный объект 2:* Студия в Испании, 30 м², жилая недвижимость, в прямом владении.
- *Имущественный объект 3:* Коммерческое помещение, 70 м², коммерческая недвижимость, владение осуществляется через инвестиционный фонд.
- *Имущественный объект 4:* Акции фонда недвижимости, Нью-Йорк, пропорциональное владение, коммерческая и жилая недвижимость, владение осуществляется в форме акций.

ДИВЕРСИФИКАЦИЯ ИСТОЧНИКОВ ДОХОДА

Инвестору желательно диверсифицировать не только свои активы, но и источники дохода. Если вкладчик достаточно хорошо представляет себе свои будущие финансовые расходы, он может выделить на них часть своего инвестиционного портфеля.

Диверсификация доходов означает поддержание притока средств в более или менее долгосрочной перспективе или получение доходов от различных инвестиций.

Это может быть арендная плата от сдачи внаем недвижимости, купоны по облигациям или дивиденды от акций компании.

Так, если у инвестора есть цели, различающиеся по срокам осуществления, он может распределить свои доходы во времени примерно следующим образом: от жилой недвижимости — с горизонтом до 10 лет, от коммерческой недвижимости — до 12 лет и от частных долгов — до 15 лет.

РИСКИ В ИНВЕСТИЦИЯХ

РИСКИ: ЦЕНТРАЛЬНАЯ КОНЦЕПЦИЯ В ЛЮБЫХ ИНВЕСТИЦИЯХ

Концепция риска имеет основополагающее значение в области инвестиций. Риски выражают влияние фактора неопределенности на процесс и результат инвестирования. Обойтись без понятия рисков нельзя, поскольку любая инвестиция обязательно включает в себя некоторую долю неопределенности и, следовательно, в той или иной мере рискованна. Существуют различные формы рисков — мы рассмотрим их далее в этой главе, в частности: неблагоприятные тенденции, касающиеся цены различных активов, более длительная (в сравнении с ожидаемой) недоступность инвестированных средств, уменьшение финансовых потоков (доходов), просрочки платежей, невыполнение платежа (неспособность контрагента справиться с выплатой доходов), полное банкротство контрагента, ужесточение налогообложения, потеря всей или части финансовой прибыли из-за обесценивания денег.

Хотя любые инвестиции сопряжены с некоторой долей риска, это не означает, что все они являются рискованными в бытовом понимании этого слова. Более специфически прилагательное «рискованный» применяют обычно лишь к тем инвестициям, где действительно существует высокая вероятность потери капитала. Инвестор должен стремиться понять и оценить все потенциальные риски, прежде чем принять то или иное решение о вложении своих средств.

БЕЗРИСКОВЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ И ФИНАНСОВЫЕ РЕЙТИНГИ

Понятие безрисковых процентных ставок

Для того чтобы оценить уровень инвестиционных рисков при вложениях под определенный процент, необходимо иметь некоторую точку отсчета и, соответственно, ставку (норму доходности) с условно нулевым риском. Ее часто называют «безрисковой ставкой». Несмотря на свое название, эта ставка, конечно, не является полностью свободной от рисков. Это лишь формальное понятие, используемое в мире финансов и инвестиций как базовый показатель для сравнения различных ставок между собой. Выражается безрисковая ставка всегда в какой-то конкретной валюте.

Трудно понять чисто теоретически, что представляет собой безрисковая ставка. Дело в том, что уровень вознаграждения, получаемого вкладчиком, как раз и отражает степень неопределенности и, следовательно, риска. Если бы

безрисковая ставка действительно существовала и не было бы никакой неопределенности, то и доход вкладчика был бы нулевым. Поэтому на практике функцию безрисковых ставок выполняют ставки заимствования средств государствами в те или иные периоды времени, однако они не являются абсолютно лишенными рисков.

Напомним, что для финансирования своих расходов у государств имеются две основные возможности: или поднять налоги, или заимствовать деньги на финансовых рынках. При заимствовании на финансовых рынках они формируют долг, называемый «государственным обязательством» или «суверенным долгом». Государства обязуются погашать в конце срока договора займы, сделанные у частных лиц и институциональных инвесторов, и помимо этого еще выплачивают ежегодные проценты по этим займам (облигациям). Существуют рейтинговые агентства, которые анализируют экономические перспективы государств-заемщиков, чтобы оценить их способность выполнять свои обязательства по погашению долгов. Оценка, присужденная рейтинговым агентством той или иной стране, позволяет инвесторам оценивать безопасность своих инвестиций.

Отметим, что ставка по государственным облигациям в качестве ориентира для безрисковой ставки учитывает риск дефолта этих государств.

Использование ставки по государственным облигациям в качестве ориентира для безрисковой ставки имеет два основных недостатка. Во-первых, в них не учитывается риск изменения процентных ставок (влияющих на доходность облигаций); и во-вторых, они лишь частично учитывают риск потери ликвидности. Кроме того, рейтинговые агентства не учитывают ни инфляционные, ни налоговые риски. Как видите, мы сильно удалились от идеи абсолютно безрисковой ставки. Отсутствие риска определяет способность кредитора выполнять свои обязательства. Тогда зачем брать в качестве точки отсчета именно суверенные долги государств, а не крупных частных групп? Дело в том, что для государства риск невыплаты денег, по крайней мере в собственной валюте, практически отсутствует, поскольку центральный банк любой страны имеет неограниченные возможности допечатывать выпускаемые им банкноты в любом количестве.

В Европе показатель безрисковой ставки определяют десятилетние немецкие государственные облигации (так называемый «десятилетний Бунд»), поскольку Германия считается наиболее надежной страной в плане способности погашения своих финансовых обязательств. Однако любая валюта имеет свой собственный показатель безрисковой ставки, поэтому понятие безрисковой ставки не может существовать отдельно от соответствующей ей валюты.

В случае развивающихся стран и выпускаемых ими их валют выбор безрисковой ставки связан с большими трудностями, поскольку способность некоторых развивающихся государств выполнять свои обязательства порой вызывает серьезные сомнения. В этом случае рекомендуется отдавать предпочтение 10-летней ставке, используемой крупнейшими в стране частными компаниями, для которых риск дефолта считается наименьшим.

Классификация рейтинговых агентств

Рейтинговые агентства — это частные организации, которые оценивают риск невозврата долгов, выданных правительствам или крупным корпорациям. Такой риск называют «риском контрагента». Оценка рисков частных компаний рейтинговыми агентствами является платной услугой. Если такой оценки не существует, инвестору придется самостоятельно исследовать риски вложений в такие компании.

В общих чертах рейтинги, присваиваемые государствам и компаниям тремя ведущими рейтинговыми агентствами Fitch, Moody's, Standard & Poor's¹², выглядят следующим образом.

Литеры «А» присваиваются долговым обязательствам, которые оцениваются в пределах от очень хорошего до хорошего качества. Например, «AAA» обозначает наивысшую степени надежности.

Литеры «В» присваиваются долговым обязательствам, которые оцениваются в пределах от среднего качества до весьма (иногда существенно) рискованных («ВЗ», «В-»)

Литеры «С» и «D» присваиваются долговым обязательствам, которые характеризуются очень высокой степенью риска, вплоть до полной невозможности их погашения.

Долговые обязательства, имеющие минимальную надежность, подходящую для инвестиций¹³, обозначаются следующим образом: «Baa3» — агентством Moody's, «BBB-» — агентством Fitch, «BBB-» — агентством Standard & Poor's.

ПРЕМИЯ ЗА РИСК

Разница между ставкой, предлагаемой тем или иным эмитентом, и безрисковой ставкой называется премией за риск. Таким образом, премия за риск является выражением рисков в денежном эквиваленте.

Пример: Если за инвестиции в некоторую компанию предлагается вознаграждение в размере 6%, а безрисковая ставка (в соответствующей стране или в ином контексте. — Прим. перев.) составляет 2%, то премия за риск будет равна 4%.

Безрисковая ставка: 2%

Премия за риск: 4%

Рис. 1.1. Структура доходности от вложений, сделанных под 6%

¹² Standard and Poor's и Moody's — американские агентства, а Fitch — франко-американское.

¹³ Ценные бумаги инвестиционного уровня.

Инвестор имеет полное право отказаться от инвестиций, если сочтет, что потенциальные риски не покрываются в достаточной мере предлагаемым вознаграждением. Тем не менее нужно понимать, что если предлагаемое вознаграждение соответствует рыночным стандартам, то торговаться по такой сделке бесполезно. Иначе говоря, все участники рынка, в том числе инвесторы, своими действиями признали, что на данном уровне риска такое вознаграждение является удовлетворительным. Если бы они сочли, что вознаграждение недостаточно высоко, т. е. премия за риск слишком мала, это бы означало, что риск по отношению к вознаграждению слишком высок.

ТИПОЛОГИЯ ОСНОВНЫХ РИСКОВ

Волатильность (или рыночный риск) — «риск американских горок»

Риск волатильности является мерой нестабильности цен на те или иные активы относительно среднего показателя за определенный период времени. Иначе говоря, это риск того, что стоимость активов может существенно измениться (подняться или опуститься) по сравнению с историческим средним. Волатильность называется подразумеваемой, если она отражает нестабильность будущих потоков в зависимости от рыночных условий.

Пример: Какой из двух сценариев выглядит более привлекательным?

Финансовый актив, цена которого меняется следующим образом: понедельник +5%, вторник –10%, среда +15%, четверг –10%, пятница +8%; средний показатель на неделю равен 5,63%. Или менее изменчивый финансовый актив: +1,1% в день с понедельника по пятницу; средний показатель на неделю тоже равен 5,63%.

Очевидно, внимание инвесторов привлечет второе предложение, так как оно имеет большую стабильность во времени, ослабляя тем самым ощущение риска. Многие инвесторы предпочтут второй вариант еще и потому, что никто не защищен от внезапной потребности в свободном капитале. В случае первого варианта они рискуют потерять деньги, если срочная потребность в деньгах возникнет во вторник или четверг.

Риск ставок (процентный риск)

Риск ставок характерен для долгового рынка. Это касается, в частности, долговых продуктов, выпускаемых государствами и частными компаниями, и, в определенной мере, банковских кредитов. Процентный риск отражает стоимость, выплачиваемую эмитентом долговых бумаг своим заемщикам. У подобных займов может быть различный объем финансирования, различные сроки погашения (период, в течение которого займы должны быть выплачены) и различные типы ставок — фиксированные или переменные. В течение срока действия займа финансовое положение эмитента может измениться. Если оно ухудшится, ставка, взимаемая инвесторами, соответственно, увеличится, чтобы компенсировать возросший риск

кредитования этого эмитента. По этой причине номинальная стоимость вкладов первых инвесторов автоматически уменьшится относительно цены новых долговых бумаг, выпускаемых в более сложный для эмитента период.

Пример: Заемщик взял кредит на 10 лет с переменной ставкой, исходно составлявшей 2,00% годовых. Начальная ставка относительно невысока, а ежемесячный график выплат позволяет кредитуемому легко погашать свои долги. Однако если уровень ставки повысится, допустим, до 5,50% (что допускается, поскольку ставка переменная, а не фиксированная), то выплачивать кредит станет гораздо сложнее.

Риск контрагента (риск подписания)

Это риск того, что лицо, компания или государство, которому инвестор предоставил капитал, не смогут выполнить свои обязательства из-за просрочки выплат или даже дефолта. В этом случае инвестор теряет часть, а иногда и все предоставленные им кредитные средства.

Уровень риска контрагента зависит от эмитента, в первую очередь — от его способности выполнять свои обязательства. Если риск дефолта заемщика или нарушения им обязательств является высоким, кредиторы, естественно, будут требовать более высокой компенсации за предоставляемый ими капитал.

Пример: Когда инвестор предоставляет свои капиталы компании, покупая ее облигации, он получает в обмен право на получение соответствующего процента («купона») по долговому обязательству. Если компания обанкротилась, инвестор теряет и кредитный капитал, и недополученные купоны.

Заемщики стремятся заимствовать по самой низкой ставке. Кредиторы, напротив, стараются разместить свой капитал по максимально возможной ставке с минимальным риском. Все заинтересованные участники в совокупности и определяют конечный уровень ставки: так, собственно и работает рынок облигаций.

Риск ликвидности

Риск ликвидности подразумевает возможность снижения легкости (и скорости), с которой инвестор способен перепродать свои инвестиции в случае необходимости. Инвестиции считаются неликвидными, если инвестор не в состоянии продать свои инвестиции по существующей рыночной цене или испытывает при этом серьезные затруднения.

Инвестиции особенно подвержены риску ликвидности в тех случаях, когда срок возврата инвестиций в денежной форме либо длительный, либо неопределенный.

Конец ознакомительного фрагмента.

Приобрести книгу можно

в интернет-магазине

«Электронный универс»

e-Univers.ru