



سازمان بورس و اوراق بهادار
Securities & Exchange Organization

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

بررسی مقررات و راهبردهای
سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری
مشترک در اوراق مشتقه

سید امیر حسین اعتصامی



سازمان بورس و اوراق بهادار

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

عنوان: بررسی مقررات و استراتژی‌های مربوط به سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در اوراق مشتقه

تهیه‌کنندگان: سید امیر حسین اعتصامی

کد گزارش: ۲۰۱۷-۱۱-۹۵

تاریخ گزارش: دی ۹۵

این اثر در مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تهیه گردیده و مباحث و نظرات ارائه شده در آن صرفاً نظرات و بررسی‌های صورت گرفته توسط کارشناسان و پژوهشگران این مرکز می‌باشد نه نظرات رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار.

فهرست مطالب

۴	مقدمه
۴	ایالات متحده
۴	۱.۱ الزامات سرمایه‌گذاری در اوراق مشتقه
۵	۱.۲ برنامه مدیریت ریسک اوراق مشتقه
۵	۱.۳ الزامات مربوط به معاملات تعهدات مالی
۵	۱.۴ افشا و اطلاع رسانی
۶	۱.۵ گزارش سفید اوراق مشتقه
۶	مالزی
۷	ترکیه
۸	هند
۸	۱.۶ موقعیت‌های اوراق مشتقه و محدودیت‌ها
۱۰	۱.۷ موقعیت‌های مربوط به اوراق مشتقه متعدد
۱۱	استراتژی‌های متداول مدیریت پرتفوی با استفاده از اوراق مشتقه
۱۳	سیاست‌های سرمایه‌گذاری
۱۳	تجربه برخی از صندوق‌ها
۱۵	صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران
۱۵	پیشنهادهای

ابزارهای مشتقه یکی از متداول‌ترین انواع ابزارهای پوشش ریسک است و همانگونه که یک سرمایه‌گذار حقیقی به منظور پوشش ریسک و متعادل‌سازی پرتفوی خود از آن استفاده می‌کند، نهادهای حقوقی سرمایه‌گذار مانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری نیز برای کنترل و پوشش ریسک‌های پرتفوی خود می‌توانند از ابزارهای مشتقه مانند اختیار معامله، قراردادهای پیمان‌های آتی، قراردادهای تاخت استفاده کنند. از آنجا که بازار ابزارهای مشتقه در ایران در آغاز راه می‌باشد، تدوین مقررات و دستورالعمل‌های اجرایی لازم اجتناب ناپذیر است. در این گزارش پس از بررسی رویه سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ابزارهای مشتقه در برخی از کشورها، پیشنهاداتی در خصوص صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران ارائه خواهد شد.

ایالات متحده

کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده^۱ در ۱۱ سپتامبر ۲۰۱۵ به قانون پیشنهادی جدید، که به منظور ارتقاء نظارت بر استفاده از اوراق مشتقه در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، صندوق‌های قابل معامله و صندوق‌های با سرمایه ثابت است رأی مثبت داد. این قانون جدید اولاً صندوق‌ها را در استفاده از اوراق مشتقه محدود کرده است و ثانیاً الزاماتی را برای تعیین شاخص‌های مدیریت ریسک قرار داده است.^۲

۱.۱ الزامات سرمایه‌گذاری در اوراق مشتقه

۱) محدودیت‌های پرتفوی برای معاملات اوراق مشتقه

براساس قانون پیشنهادی، صندوق باید خود را با یکی از دو گزینه طراحی شده زیر در محدودیت تشکیل پرتفوی تطابق دهد:

- **محدودیت پرتفوی بر مبنای اکسپوژر:** صندوق باید اکسپوژر کل خود را تا ۱۵۰ درصد خالص دارایی صندوق محدود کند. اکسپوژر صندوق عموماً از مجموع میزان معاملات اوراق مشتقه به همراه تعهدات صندوق از قبیل تعهدات مالی و دیگر معاملات معین شده محاسبه می‌شود.
- **محدودیت پرتفوی بر مبنای ریسک:** یک صندوق مجاز است تا اکسپوژر بیشتری (نسبت به مورد قبل را) تا ۳۰۰ درصد خالص دارایی صندوق را داشته باشد؛ به این شرط که از تست ریسک (که بر مبنای value-at-risk می‌باشد) نتیجه قابل قبولی به دست آید. این آزمون به این منظور طراحی شده است که مشخص کند آیا معاملات صندوق در ابزارهای مشتقه منجر خواهد شد که ریسک بازار پرتفوی را در مقابل زمانی که از اوراق مشتقه استفاده نمی‌کند کاهش دهد.

^۱ SEC

^۲ www.sec.gov/news/pressrelease/2015-276.html

۲) تفکیک دارایی برای معاملات اوراق مشتقه

صندوق به منظور مدیریت ریسک اوراق مشتقه ملزم به تفکیک دارایی‌های خاصی (نگهداری وجه نقد یا معادل وجه نقد)، معادل مجموع دو مقدار ذیل است.

- **به روز رسانی مقدار پوشش:** صندوق ملزم به تفکیک دارایی (نگهداری وجه نقد یا معادل آن) معادل میزانی است که اگر صندوق بخواهد در زمان معینی از معاملات اوراق مشتقه خارج شود، باید پرداخت کند.
- **مقدار پوشش بر مبنای ریسک:** صندوق ملزم به تفکیک (نگهداری وجه نقد یا معادل آن) مقدار پوشش مازاد بر مبنای ریسک است. این مقدار مازاد، یک تخمین منطقی از میزان بالقوه‌ای است که اگر در شرایط اضطراری صندوق بخواهد از معاملات اوراق مشتقه خارج شود، باید بپردازد.

۱.۲ برنامه مدیریت ریسک اوراق مشتقه

صندوق‌هایی که بیش از محدودیت‌های معاملاتی در اوراق مشتقه فعالیت می‌کنند یا در اوراق مشتقه پیچیده وارد می‌شوند، ملزم به ایجاد یک برنامه رسمی مدیریت ریسک اوراق مشتقه هستند که توسط مدیر ریسک اوراق مشتقه طراحی شده و شامل اقدامات اجرایی می‌باشد. مدیر ریسک اوراق مشتقه و برنامه مدیریت ریسک اوراق مشتقه باید به تصویب هیئت مدیره صندوق برسد.

این برنامه‌های رسمی مدیریت ریسک، باید الزامات مرتبط با مدیریت ریسک اوراق مشتقه که در قانون برای تمامی صندوق‌هایی که وارد معاملات اوراق مشتقه می‌شوند را رعایت کنند.

۱.۳ الزامات مربوط به معاملات تعهدات مالی

صندوقی که وارد معاملات با تعهدات مالی می‌شود، ملزم به نگهداری دارایی به صورت نقد یا دیگر انواع دارایی‌ها، معادل ارزش کل تعهدات مشروط یا غیر مشروط است که صندوق باید بصورت نقدی تسویه یا فیزیکی تحویل دهد.

۱.۴ افشا و اطلاع رسانی

کمیسیون اوراق بهادار پیشنهادات اصلاحی برای گزارشگری صندوق‌ها در دو فرم گزارش را در نظر گرفته است:

صندوق‌ها باید بصورت ماهانه اطلاعات ریز پرتفوی و وضعیت صندوق را به کمیسیون ارائه دهند. در فرم‌های گزارشگری برای صندوق‌هایی که دارای برنامه مدیریت ریسک اوراق مشتقه هستند، باید معیارهای ریسک بیشتری افشا شود.

۱.۵ گزارش سفید اوراق مشتقه^۱

این گزارش که بوسیله بخش تحلیل اقتصادی و ریسک کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده تهیه می‌شود، به تحلیل استفاده از اوراق مشتقه می‌پردازد. این گزارش با استفاده از یک نمونه‌گیری تصادفی از ۱۰ درصد از صندوق‌های ثبت شده انجام می‌شود. این گزارش به ارائه اطلاعاتی در رابطه با موقعیت‌های اوراق مشتقه، معاملات تعهدات مالی و دیگر معاملات صندوق می‌پردازد. این گزارش در مورد اینکه چه تعداد صندوق‌ها با چه میزان حجمی به معاملات اوراق مشتقه می‌پردازند اطلاعاتی را ارائه می‌کند.

مالزی^۲

- صندوق‌های سرمایه‌گذاری تنها مجاز به معامله در اوراق مشتقه‌ای هستند که در بورس و یا در بازار خارج از بورس^۳ معامله می‌شوند.

- دارایی پایه ابزارهای مشتقه تنها شامل موارد ذیل باشد:

(۱) اوراق قابل مبادله، ابزارهای بازار پول و گواهی سپرده، واحدهای سایر صندوق‌ها و سهامی که در برنامه سرمایه‌گذاری صندوق ذکر شده‌اند، شاخص‌ها، نرخ‌های سود و نرخ‌های ارز.

(۲) هیچگاه اکسپوژر ایجاد شده برای صندوق از طریق موقعیت اوراق مشتقه نباید از NAV صندوق بیشتر شود.

(۳) معامله اوراق مشتقه در بازار خارج از بورس تنها در موارد ذیل جایز است:

۱. طرف مقابل یک نهاد مالی با یک حداقل رتبه اعتباری بلندمدت باشد که توسط یک نهاد رتبه بندی داخلی یا بین‌المللی صورت گرفته باشد و به ظرفیت آن برای پرداخت تعهدات مالی اشاره شده باشد.

۲. طرف مقابل توانایی ارائه گزارش ارزش‌یابی معتبر و قابل اتکای مبتنی بر قوانین را در هر زمانی که مدیر صندوق بخواهد را داشته باشد.

۳. طرف مقابل باید آمادگی برای خروج از موقعیت، بازخرید یا بستن معامله به محض درخواست مدیر صندوق را داشته باشد و ارزش منصفانه باید بر اساس روش و مبنایی که مورد تأیید حسابرس صندوق است باشد.

در صورتی که رتبه اعتباری طرف مقابل از حداقل مشخص شده تنزل پیدا کند، مدیر صندوق باید ظرف ۶ ماه یا زودتر، اقدامات ضروری جهت اطمینان از تطابق با الزامات را انجام دهد.

¹ Derivatives White Paper ((منتشر می‌شود
اطلاعات مستندی است که بوسیله یک شرکت یا دولت به منظور برجسته نمودن یک محصول یا خدمت یا روش

² Guidelines On Unit Trust Funds, Sc-GI/Gutf-2008(R1-2016), Revised : 19 July 2016 , Chapter 8
www.sc.com.my/legislation-guidelines/collective-investment-schemes/

³ OTC

۴) انتشار اوراق اختیار معامله و اتخاذ موقعیت فروش در قراردادهای آتی توسط صندوق، مطلقاً ممنوع است.

۵) اتخاذ موقعیت فروش در قراردادهای آتی با هدف پوشش ریسک مجاز می‌باشد.

مدیر صندوق باید شاخصه‌های مدیریت ریسک را به گونه‌ای وضع کند که صندوق را قادر به رصد، اندازه‌گیری و مدیریت ریسک‌های صندوق در اتخاذ موقعیت‌های صندوق در اوراق مشتقه نماید و همچنین سهم ریسک ابزارهای مشتقه در ریسک کل صندوق را محاسبه کند. محدودیت سرمایه‌گذاری در اوراق مشتقه:

- اکسپوژر در دارایی‌های پایه نباید بیش از محدودیت‌های تصریح شده در دستورالعمل سرمایه‌گذاری باشد.
- ارزش معاملات اوراق مشتقه صندوق در بازار خارج از بورس با یک طرف معامله نباید بیش از ۱۰٪ NAV صندوق باشد.^۱

ترکیه^۲

- طبق بند a ماده ۱۷ دستورالعمل اصول صندوق‌های سرمایه‌گذاری، بیش از ۱۰٪ NAV صندوق نمی‌تواند در پول و ابزارهای بازار سرمایه یک ناشر و اوراق مشتقه مبتنی بر آن ابزارها سرمایه‌گذاری شود.
- مجموع سرمایه‌گذاری‌های دارای پوشش^۳ و وارانته‌ها و گواهی‌ها نباید بیش از ۱۰٪ خالص ارزش دارایی‌های صندوق باشد. مجموع وارانته‌ها و گواهی‌های منتشره توسط یک ناشر و نگهداری شده توسط یک صندوق، نباید بیش از ۵٪ خالص ارزش دارایی‌های صندوق باشد.
- بر اساس ماده ۲۴ دستورالعمل اصول صندوق‌های سرمایه‌گذاری، مدیران صندوق‌هایی که در پرتفوی خود ابزارهای مشتقه نگهداری می‌کنند ملزم به داشتن گواهی فعالیت سطح حرفه‌ای بازار سرمایه و گواهی ابزارهای مشتقه هستند.
- بر اساس بند d، میزان موقعیت فروش ایجاد شده از طریق ابزارهای مشتقه نباید بیش از خالص ارزش دارایی‌ها (NAV) باشد.
- صندوق نمی‌تواند در معاملات فروش استقرای^۴ و خرید اعتباری^۵ فعالیت کند.

^۱ همان، Sch B-1

^۲ COMMUNI QUÉ ON PRINCIPLES OF INVESTMENT FUND, Published in the Official Gazette dated 9 July 2013 and numbered 28702

^۳ Covered

^۴ Short sale

^۵ Margin trading

- بر اساس دستورالعمل اصول صندوق‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های پوششی^۱ می‌توانند در قراردادهای سواپ و سایر اوراق مشتقه سرمایه‌گذاری کنند. کنترل ریسک و محدودیت سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها در امیدنامه صندوق و مستندات مربوط به اطلاعات سرمایه‌گذاران کلیدی مشخص می‌شود.

هند ۲

دستورالعمل فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در معاملات مشتقه هند

- این دستورالعمل برای صندوق‌های مشترک سهام می‌باشد.
- این دستورالعمل به منظور پوشش ریسک و تعادل در ترکیب پرتفوی^۳ صندوق‌هاست.

۱.۶ موقعیت‌های اوراق مشتقه و محدودیت‌ها

۱. برخی موارد مربوط به موقعیت اوراق مشتقه به منظور پوشش ریسک و تعادل در ترکیب پرتفوی در جدول صفحه بعد آورده شده است.

۲. تمامی موقعیت‌های مشتقه، متناسب با نوع موقعیت، باید با پشتوانه وجه نقد یا سهام باشد. تمام موقعیت‌های بالقوه و جاری خرید باید به پشتوانه وجه نقد یا معادل آن در زمان اکسپوژر باشد و تمام موقعیت‌های بالقوه و جاری فروش باید تماماً با پشتوانه سهام (و یا پرتفوی سهام در مورد اوراق مشتقه شاخصی) باشد.

۳. وجه نقد یا معادل آن شامل: پول نقد، ابزارهای بازار پول، سپرده‌های بانک‌های تجاری و خالص دارایی‌های جاری می‌باشد.

۴. محدودیت‌ها:

حداکثر خالص موقعیت‌های مشتقه هر صندوق مشترک باید به میزان ۵۰٪ پرتفوی آن (خالص دارایی‌ها؛ شامل وجه نقد) باشد. هر صندوق باید بصورت مصوبه رسمی هیئت مدیره، حداکثر مجاز برای خالص اکسپوژر اوراق مشتقه خود را به صورت درصدی از ارزش پرتفوی ارائه کند.

با توجه به محدودیت بند قبل (حداکثر موقعیت‌های مشتقه به میزان ۵۰٪ خالص دارایی‌ها)، محدودیت سرمایه‌گذاری در هر ابزار باید توسط هیئت مدیره صندوق مشخص گردد. بنابراین، هیئت مدیره صندوق باید محدودیت کلی اکسپوژر در اوراق مشتقه را به همراه محدودیت‌های مشتقه بر روی هر کدام از تک سهام‌ها مشخص کند.

تمامی محدودیت‌های جدول (که باید توسط هیئت مدیره صندوق مشخص شود) بر اساس ارزش اسمی^۴ موقعیت مشتقه می‌باشد. ارزش اسمی موقعیت مشتقه برای هر کدام از ابزارها بصورت زیر تعریف می‌شود:

¹ hedge funds

² www.sebi.gov.in/circulars/2004/mfcir042004.html

³ Balancing portfolio

⁴ notional value

• اختیار معاملات (Option):

$$\frac{\text{قیمت اعمال} \times \text{تعداد سهام پایه} \times \text{تعداد قراردادهای نگهداری شده}}{\text{شاخص هر قرارداد}}$$

• قراردادهای آتی (Futures):

$$\frac{\text{تعداد سهام پایه} \times \text{تعداد قراردادهای نگهداری شده}}{\text{قیمت جاری یا بسته شدن بازار} \times \text{شاخص هر قرارداد}}$$

موقعیت ناخالص (مطابق تعریف ذیل) اوراق پایه و اوراق مشتقه باید با هدف ایجاد نظارت بر محدودیت‌های اکسپوژر سهام طبق ماده ۲ هفتمین بخش قانون^۲ SEBI مربوط به صندوق‌های مشترک (۱۹۹۶)، انجام شود.

موقعیت ناخالص برای هر سهم عبارتست از مجموع اکسپوژر صندوق (ارزش اسمی) در یک سهم پایه مشخص و اوراق مشتقه‌اش که دارای موقعیت بالقوه یا جاری خرید یا فروش بر روی آن سهم است. (سرمایه‌گذاری در اوراق مشتقه شاخصی شامل نمی‌شوند).

بنابراین برای محاسبه محدودیت‌های اکسپوژر اوراق:

موقعیت ناخالص خرید عبارتست از: مجموع ورق نگهداری شده (موقعیت نقد) + موقعیت خرید آتی بر روی ورق + موقعیت خرید اختیار خرید بر روی ورق + موقعیت فروش اختیار فروش بر روی ورق.

موقعیت ناخالص فروش عبارتست از: مجموع موقعیت فروش آتی ورق + فروش اختیار خرید بر روی ورق + موقعیت خرید اختیار فروش بر روی ورق.

تبصره: موقعیت‌های معکوس نباید در محاسبه موقعیت ناخالص محاسبه شوند؛ به عنوان مثال، اگر اختیار خرید منتشر شده باشد، خرید همان ابزار در محاسبه در نظر گرفته نخواهد شد.

برای محاسبه اکسپوژر کل اوراق مشتقه، مجموع کل موقعیت‌ها بر روی تک سهم‌ها به علاوه موقعیت بر روی شاخص‌ها باید در نظر گرفته شود.

در مواردی که صندوق، بالقوه یا بالفعل دارای موقعیت خرید یا فروش مشتقه بر روی یک دارایی پایه است، با در نظر گرفتن محدودیت‌ها در مورد خالص موقعیت‌های ناخالص خرید و موقعیت ناخالص فروش، موقعیت ناخالص در دو طرف موقعیت خرید و فروش نباید بیش از ۱۵۰٪ محدودیت مجاز تعیین شده توسط SEBI برای اکسپوژر برای هر کدام از طرفین باشد.

¹ index per contract

² Securities and exchange board of India

۱.۷ موقعیت‌های مربوط به اوراق مشتقه متعدد

انتخاب موقعیت‌های اوراق مشتقه متعدد بر روی دارایی پایه یکسان مجاز می‌باشد. محدودیت‌ها برای این معاملات طبق ضوابط بالا لازم الاجراست.

موقعیت‌های رایج در اوراق مشتقه و محدودیت‌ها (محدودیت‌های در اختیار هیئت مدیره صندوق)				
شماره	ابزار مشتقه	اقدام	توضیحات	محدودیت
۱	آتی شاخص	خرید	خرید آتی به منظور حفاظت وجه نقد در مقابل رشد بازار	به میزان وجه نقد (یا معادل آن) در پرتفوی. حداکثر ---٪ از پرتفوی
۲	آتی شاخص	فروش	پوشش پرتفوی در مقابل نزول انتظاری بازار	حداکثر تا ---٪ از بخش سهام صندوق
۳	اختیار خرید شاخص	خرید	محافظت در مقابل انتظارات نزولی یا روند نزولی موجود بازار	به میزان وجه نقد (یا معادل آن) در پرتفوی. حداکثر ---٪ از پرتفوی
۴	اختیار خرید شاخص	فروش	پوشش فروش اختیار خرید در مقابل پرتفوی موجود	حداکثر تا ---٪ از بخش سهام صندوق
۵	اختیار فروش شاخص	خرید	خرید اختیار فروش شاخص به منظور پوشش پرتفوی موجود	حداکثر تا ---٪ از بخش سهام صندوق
۶	اختیار فروش شاخص	فروش	پوشش فروش اختیار فروش - امکان فروش اختیار فروش در مقابل وجه انتظاری یا موجود	به میزان وجه نقد (یا معادل آن) در پرتفوی. حداکثر ---٪ از پرتفوی
۷	آتی سهام	خرید	خرید در مقابل وجه نقد به منظور محافظت در مقابل افزایش قیمت سهام	به میزان وجه نقد (یا معادل آن) در پرتفوی؛ ---٪ برای هر نوع از اوراق
۸	آتی سهام	فروش	فروش در مقابل سهام موجود - پوشش در مقابل نزول در سهام موجود در زمانی که انتظارات نوسانی از	نگهداری اوراق خاص مربوطه در پرتفوی به میزان ----٪ برای هر نوع از اوراق

			قیمت سهم می‌رود	
۹	اختیار خرید سهام	خرید	خرید در مقابل وجه نقد به منظور محافظت در مقابل افزایش قیمت سهم	به میزان وجه نقد (یا معادل آن) در پرتفوی. حداکثر ---٪ از پرتفوی؛ ---٪ برای هر نوع از اوراق
۱۰	اختیار خرید سهام	فروش	فروش در مقابل سهام موجود	نگهداری اوراق خاص مربوطه در پرتفوی به میزان ----٪ برای هر اوراق
۱۱	اختیار فروش سهام	خرید	خرید در مقابل سهام موجود. پوشش در مقابل نزول در سهام موجود در زمانی که انتظارات نوسانی از قیمت سهم می‌رود.	نگهداری اوراق خاص مربوطه در پرتفوی به میزان ----٪ برای هر اوراق
۱۲	اختیار فروش سهام	فروش	پوشش فروش اختیار فروش در مقابل وجه نقد.	به میزان وجه نقد (یا معادل آن) در پرتفوی. حداکثر ---٪ از پرتفوی؛ ---٪ برای هر نوع از اوراق

استراتژی‌های متداول مدیریت پرتفوی با استفاده از اوراق مشتقه^۱

(۱) اختیار معامله فروش^۲: خرید اختیار فروش شاخص سهم به مدیر پرتفوی قابلیت پوشش ریسک بازاری سهام را از طریق محدود نمودن ریسک نزول و بهره‌مندی از روند صعودی می‌دهد.

به عنوان مثال فرض می‌شود که پرتفوی صندوق X تقریباً با شاخص S&P500 (SPX) هماهنگ باشد و SPX در حال حاضر در سطح ۹۰۰ باشد. مدیر صندوق X می‌خواهد ارزش صندوق را در ۹۰ میلیون دلار پوشش دهد. فرض شود که مدیر صندوق تعداد قراردادهای اختیار فروشی را که باید خریداری شود را از تقسیم میزانی که باید پوشش داده شود (۹۰ میلیون دلار) بر مجموع ارزش جاری SPX (900×100 دلار یا ۹۰۰۰۰) مشخص می‌کند. اگر هزینه اختیار معامله برای اختیار فروش SPX با قیمت اعمال ۹۰۰ و ۳۰ روز مانده به انقضاء، ۲۰ دلار قیمت خورده باشد. مجموع مقداری که باید خریداری شود (هزینه خرید) عبارت است از: ۲۰۰۰۰۰ (۱۰۰۰ قرارداد $\times$ ۲۰ دلار هزینه $\times$ ۱۰۰ دلار ضریب قرارداد).

(۲) خرید اختیار خرید^۱: با خرید اختیار خرید مدیر صندوق می‌تواند در مواقع نزولی بازار وجه نقد خود را نگهداری کند و در سایر اهداف مانند بازخرید یا سرمایه‌گذاری در اوراق کم ریسک‌تر بکارگیرد. به عنوان مثال، اگر فرض شود

^۱ www.optionseducation.org/documents/literature/files/mutualfund2001.pdf

^۲ Protective Put Options

که صندوقی که دارای ۹۰ میلیون دلار پرتفوی است و ۹۰۰۰۰۰۰ جریان نقدی اضافی باشد، به جای اضافه کردن ۱٪ به پرتفوی سهام (خرید سهام بطور مستقیم)، مدیر صندوق می‌تواند اقدام به خرید اختیار خرید کند. با قیمت اعمال ۹۰۰ و ۳۰ روز تا انقضاء، قیمت اختیار ۲۵ دلار، صندوق با خرید ۱۰ اختیار خرید هزینه ۲۵۰۰۰ را متقبل می‌شود. $(10 = 900000/90000)$ و $(25000 = 100 \times 25 \times 10)$.

(۳) قرارداد کف و سقف^۲: استراتژی کف و سقف، با استفاده از اختیار فروش شاخص، در مقابل روند نزولی محافظت می‌شود و با فروش اختیار خرید شاخص، هزینه خرید اختیار فروش جبران می‌شود. با خرید همزمان خرید اختیار فروش و فروش اختیار خرید با قیمت‌های اعمال متفاوت (قیمت اعمال اختیار فروش کمتر از اختیار خرید است) و زمان انقضای یکسان، یک سقف و کف معمولاً بدون هزینه یا با هزینه اندک ایجاد می‌شود. نکته مهم آن است که بر اساس قیمت اعمال اختیار خرید و سطح شاخص در زمان انقضاء، فروش اختیار خرید ممکن است سود پرتفوی را محدود کند.

(۴) فروش اختیار خرید پوشش داده شده^۳: صدور اختیار خرید پوشش داده شده از سه طریق می‌تواند ایجاد بازده کند:

- دریافتی‌های حاصله از طریق فروش اختیار که منجر به کاهش هزینه خالص موقعیت‌ها می‌شود.
 - دریافت سود تقسیمی سهام پایه اختیار خرید
 - در سررسید اختیار با فرض افزایش قیمت سهام، ممکن است اختیار اعمال نشود و صادر کننده اختیار سهام پایه را از دست ندهد.
- به عنوان مثال، اگر در حال حاضر قیمت سهام پایه ۳۵٫۶ دلار باشد و قیمت اختیار خرید هم اکنون ۰٫۸۳ دلار و قیمت اعمال ۳۷ دلار و مدت انقضای اختیار ۹ ماهه باشد و سود تقسیمی فصلی سهام پایه ۰٫۴۶ دلار (یا ۱٫۳۸ دلار در ۹ ماه) باشد، هزینه فروش اختیار خرید پوشش داده شده ۳۴٫۷۷ دلار $(35.6 - 0.83)$ می‌باشد. اگر سهام در سررسید بالاتر یا به قیمت اعمال معامله شود، اتخاذ این موقعیت، سود ۱٫۳۸ دلاری از طریق سود نقدی، ۰٫۸۳ دلار از طریق فروش اختیار خرید و ۲٫۲۳ دلار $(37 - 34.77)$ را ایجاد خواهد کرد. این سرمایه‌گذاری بازدهی کل ۱۰٫۳۸٪ را طی دوره ۹ ماهه به همراه داشته است $(36.1 \text{ دلار در } 34.77 \text{ دلار})$.
- اگر قیمت سهام به ۲۷ دلار سقوط کند، زیان حاصل شده $(35.6 - 27 = 8.6)$ بیش از مجموع سود تقسیمی و عایدات فروش اختیار خرید $(1.38 + 0.83)$ خواهد بود.

¹ Long Call Options

² Protective Collar

³ Covered call

سیاست‌های سرمایه‌گذاری^۱

(۱) با توجه به سیاست‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌ها معمولاً یک یا چند سیاست سرمایه‌گذاری را دنبال می‌کنند که با رأی اکثریت سهامداران می‌تواند تغییر کند. سیاست‌های سرمایه‌گذاری غیر نهادی می‌تواند توسط هیئت مدیره یا مدیر صندوق تغییر کند.

(۲) استفاده از اختیارات باید در امید نامه و سایر اسناد اطلاعاتی مورد اشاره قرار گرفته باشد.

(۳) اگر صندوق طبق امید نامه، سیاست سرمایه‌گذاری در اختیار معاملات را داشته باشد، صندوق قبل از ورود به معاملات اختیار معامله باید موافقت سهامداران را جلب کند.

(۴) کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده انتشار اختیار معاملات پوشش داده نشده را موجب ایجاد اهرم و افزایش فعالیت‌های سفته‌بازانه می‌داند. بنابراین انتشار اختیار معامله بدون پوشش مخالف قوانین ایالات متحده خواهد بود.

(۵) کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده دو روش را برای محدود نمودن اهرم ایجاد شده در انتشار اختیار معامله توسط صندوق‌ها و جلوگیری از تخلفات ارائه کرده است:

- صندوق‌ها یا باید اوراق پایه را نگهداری کنند^۲ یا دارای موقعیت معکوس در اختیارات باشند.
- یا تفکیک نمودن دارایی^۳ (نگهداری وجه نقد یا معادل آن) شامل ایجاد یک حساب امانی وجه نقد، اوراق دولتی ایالات متحده، اوراق قرضه با رتبه اعتباری بالا به میزان حداقل معادل ارزش اوراقی که اختیار بر روی آن صادر شده است.

تجربه برخی از صندوق‌ها

Vanguard Index Trust

Prospectus, March 28, 1997

- وجه نقد کافی برای بازخریدهای سهامداران یا دیگر نیازها نگهداری شود با این پیش فرض که تمام پرتفوی صندوق سهام باشد.
- استفاده از اختیار معامله جهت اهداف سفته بازی یا سرمایه‌گذاری اهرمی مجاز نمی‌باشد.

¹ Mutual Funds & Listed Options: Portfolio Management Strategies, CBOE Investor Series –Paper No. 1

² cover

³ segregation of assets

Value Line Asset Allocation Fund, Inc.

Prospectus, August 1, 1996

- صندوق می‌تواند اختیار معاملات پوشش داده شده را بر روی اوراق پرتفوی خود منتشر کند. در توافق نامه‌های بازخرید، قراردادهای آتی و سایر اختیارات مرتبط سرمایه‌گذاری کند.
- صندوق تنها در صورتی می‌تواند اختیار خرید صادر کند که این اختیارات دارای پشتوانه^۱ باشند. یک اختیار خرید، وقتی دارای پشتوانه است که:
 - صندوق مالک دارایی پایه اختیار خرید باشد؛
 - یا اختیار خرید با قیمت اعمال مشابه و با دوره انقضای مشابه که بر روی همان اوراقی که صندوق بر روی آن اختیار خرید صادر کرده است را نگهداری کند؛
 - یا حسابی شامل وجه نقد ایجاد کند یا اوراق دولتی ایالات متحده یا اوراق قرضه با درجه اعتباری بالا معادل ارزش بازاری نوسانات اوراق پایه اختیار معامله را نگهداری کند. این حساب بصورت روزانه و همگام با تغییرات ارزش بازار باید تعدیل شود.

Stein Roe Mutual Funds—International Fund,

Prospectus, February 3, 1997

- به منظور پوشش تغییرات قیمتی اوراق، نرخ بهره یا نرخ‌های ارز، صندوق می‌تواند:
- اقدام به خرید یا صدور اختیار خرید و اختیار فروش بر روی اوراق بهادار، شاخص‌ها و ارزش‌های خارجی کند؛
 - وارد معاملات قراردادهای آتی نرخ بهره، شاخص و نرخ‌های ارز شود؛
 - صدور اختیار معامله بر روی قراردادهای آتی (فوق‌الذکر)؛
 - خرید دیگر انواع پیمان‌های آتی و قراردادهای سرمایه‌گذاری مرتبط با اوراق بهادار، شاخص‌ها.
- صندوق بین‌المللی تنها در صورتی می‌تواند اقدام به صدور اختیار خرید یا فروش کند که اختیارات پوشش داده شده باشند.

¹ secured

📌 صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران

بر اساس امیدنامه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام، این صندوق‌ها مجاز به سرمایه‌گذاری در اوراق مشتقه بصورت ذیل هستند:

▪ اتخاذ موقعیت فروش قراردادهای آتی سهام در بازار معاملات آتی بورس اوراق بهادار تهران، صرفاً به منظور پوشش ریسک نوسان قیمت سهام موجود در صندوق سرمایه‌گذاری و اتخاذ موقعیت خرید در قراردادهای آتی سهام صرفاً به منظور بستن موقعیت‌های فروشی که قبلاً در قراردادهای آتی سهام اتخاذ نموده‌اند.

▪ مدیر می‌تواند به منظور پوشش ریسک نوسان قیمت سهام موجود در سبد دارایی صندوق، در بازار معاملات آتی بورس اوراق بهادار تهران شرکت نموده و تا سقف دارایی هر سهم در صندوق اقدام به اتخاذ موقعیت فروش در قرارداد آتی آن سهم نماید. در هر زمان باید تعداد سهام در موقعیت‌های فروش باز صندوق در قراردادهای آتی، از تعداد همان نوع سهم که در سبد دارایی صندوق قرار دارد کمتر باشد. در صورتی که در اثر فروش سهام، تعداد سهام موجود در سبد دارایی از تعداد سهامی که صندوق در قراردادهای آتی متعهد به فروش آنها شده است، کمتر گردد؛ مدیر موظف است قبل از فروش سهام، با اتخاذ موقعیت تعهد خرید در قراردادهای آتی سهام، تعداد سهامی که صندوق در قرارداد آتی متعهد به فروش آن شده است را به میزان کافی کاهش دهد.

به دلیل عدم وجود بازار اختیار معامله مستقل در بورس، در حال حاضر رویه و مقررات مشخصی در خصوص ورود صندوق‌ها در معاملات اختیار معامله وجود ندارد. هر چند صندوق‌ها می‌توانند با داشتن سهام پایه اوراق تبعی، اقدام به خرید اختیار فروش تبعی^۱ نمایند.

📌 پیشنهادات

برای بهره‌مندی از اوراق اختیار معامله در صندوق‌های سرمایه‌گذاری، پیشنهادات ذیل قابل بررسی است:

• صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت و سرمایه‌گذاری در سهام با لحاظ سایر محدودیت‌های سرمایه‌گذاری مشخص شده در امیدنامه هر کدام، مشروط به شرایط ذیل، مجاز به خرید و فروش اختیار خرید و اختیار فروش می‌باشند:

(۱) در مورد خرید اختیار خرید، صندوق ملزم به نگهداری وجه نقد یا اوراق قابل معامله بازار پول و یا بازار سرمایه با تضمین اصل و سود، معادل کل تعهدات طرف مقابل در سررسید می‌باشد.

(۲) در مورد فروش اختیار خرید، صندوق ملزم به نگهداری دارایی پایه اختیار تا زمان سررسید معادل میزان تعهد شده توسط صندوق می‌باشد.

¹ Embedded put option

۳) در مورد خرید اختیار فروش، صندوق ملزم به نگهداری دارایی پایه اختیار تا زمان سررسید معادل میزان اختیار خریداری شده می‌باشد.

۴) در مورد فروش اختیار فروش، صندوق ملزم به نگهداری وجه نقد یا اوراق قابل معامله بازار پول و یا بازار سرمایه با تضمین اصل و سود، معادل کل تعهدات در سررسید می‌باشد.

تبصره ۱: وجه نقد و ارزش اوراق قابل معامله مذکور در بندهای فوق، بر اساس تعهد یا اختیار صندوق و مطابق دارایی پایه باید بروز رسانی شود.

تبصره ۲: خرید و فروش اختیارات معامله صرفاً به منظور پوشش ریسک بوده و معاملات ثانوی آن توسط صندوق مجاز نمی‌باشد.

- برای صندوق‌های با درآمد ثابت و صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام به ترتیب، حداکثر تا ۱۰٪ و ۲۵٪ ارزش خالص دارایی، صندوق مجاز به ایجاد تعهد و قبول اختیار بر روی دارایی‌های خود می‌باشد.

- اتخاذ موقعیت‌های متعدد در اوراق مشتقه در صورتی که به منظور پوشش و کنترل ریسک انجام شود، مجاز می‌باشد.

- حداکثر اتخاذ موقعیت اختیار معامله بر روی دارایی یک ناشر تابع درصدهای مذکور در امیدنامه صندوق می‌باشد.

- صندوق ملزم به ارائه گزارش ماهانه به سازمان در خصوص موقعیت‌های خود در اوراق مشتقه، وضعیت دارایی‌های پایه آنها و تحلیل ریسک صندوق با استفاده از روش‌های سنجش ریسک مانند value at risk می‌باشد.