

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

А. Е. Лукьянова, Е. А. Нечаев

ХЕДЖЕВЫЕ ФОНДЫ КАК ИНСТИТУТ АЛЬТЕРНАТИВНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Цель настоящей статьи состоит в определении места хеджевых фондов среди других инвестиционных институтов. В рамках исследования проводится анализ деятельности институтов альтернативного инвестирования, даются их терминологическая трактовка и классификация. Также в статье предпринята попытка формализовать особенности инвестиционной деятельности хеджевых фондов и рассмотреть характеристики нормативно-правового регулирования их деятельности в целом. Практическая значимость исследования состоит в том, что его результаты могут быть использованы профессиональным сообществом, представителями законодательных и регулирующих органов для повышения эффективности регулирования деятельности хеджевых фондов, при разработке мер, направленных на обеспечение прав и законных интересов инвесторов этих инвестиционных институтов.

ИНСТИТУТЫ АЛЬТЕРНАТИВНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Аналізу традиционных институтов инвестирования — коммерческих банков, страховых компаний, пенсионных и инвестиционных фондов — посвящено множество различных исследований, в то же время менее распространенные институты альтернативного инвестирования часто практически не исследовались, и поэтому многие аспекты их деятельности до сих пор являются малоизученными. Это связано как с объективной сложностью сбора необходимой статистической информации, так и с отсутствием формальных критериев отнесения различных альтернативных механизмов инвестирования к тому или иному типу инвестиционных институтов.

Началом современной теории инвестиций считается 1952 г., ознаменованный появлением классической статьи Г. Марковица под названием «Выбор портфеля: эффективная диверсификация вложений» [Markowitz, 1952]. В этой статье впервые предложена модель формирования оптимального

© А. Е. Лукьянова, Е. А. Нечаев, 2007

портфеля капиталовложений. Теоретические построения Г. Марковица основаны на ряде предположений, касающихся как свойств фондового рынка, так и поведения инвестора. Одними из наиболее важных предположений первой группы являются следующие:

- ♦ рынок состоит из конечного числа бесконечно делимых ликвидных активов, доходности которых считаются случайными величинами;
- ♦ инвестор в состоянии получить оценку ожидаемых значений доходностей активов и их парных ковариаций;
- ♦ инвестор при совершении операций с активами свободен от транзакционных издержек и налогов;
- ♦ инвестор может формировать любые допустимые портфели;
- ♦ сравнение выбираемых портфелей основывается только на двух критериях — средней доходности и риске.

Подход Г. Марковица базировался на том, что инвесторы принимают решения, основываясь только на двух характеристиках актива: ожидаемой доходности и риске. В отличие от общепринятой трактовки риска как вероятности неблагоприятного исхода он определил риск как меру разброса доходности актива относительно ее ожидаемого значения. Формализовав характеристики отдельной ценной бумаги, Г. Марковиц перешел к решению задачи формирования оптимального портфеля капиталовложений. По его мнению, рациональный инвестор постарается сформировать из доступных ему активов портфель вложений, максимизирующий доходность и минимизирующий риск при заданных ограничениях. Такие портфели называются эффективными.

Дальнейшее развитие теория портфеля получила после выхода в свет работ Дж. Тобина по данной тематике. Заслуга Дж. Тобина состоит в том, что он первым включил в анализ портфеля безрисковые активы и тем самым значительно расширил возможности инвестора по формированию оптимальной структуры вложений. Особенностью работ Г. Марковица и Дж. Тобина является то, что они рассматривали поведение инвесторов исключительно на микроуровне. Выход за рамки анализа поведения отдельного инвестора произошел в первой половине 1960-х гг., когда учеником Г. Марковица У. Шарпом была предложена однофакторная модель рынка капитала.

Наиболее значимое научное и практическое значение имело разделение У. Шарпом риска на рыночный (систематический, недиверсифицируемый) риск и собственный риск портфеля, который может быть уменьшен за счет диверсификации. Выводы У. Шарпа о том, что на конкурентном рынке ожидаемая премия за риск изменяется прямо пропорционально бета-коэффициенту портфеля, стали известны в качестве модели оценки капитальных акти-

вов (далее — CAPM). CAPM предполагает, что вследствие высокой диверсифицированности рыночного портфеля и осторожности большинства инвесторов цены активов, входящих в рыночный портфель, находятся на таком уровне, что инвестор не может добиться более высокой доходности от инвестиций при том же или более низком уровне риска.

В соответствии с CAPM рациональные инвесторы будут осуществлять свою деятельность на отрезке r_fM (рис. 1). При этом на r_fO их портфели будут состоять как из рыночных, так и из безрисковых ценных бумаг, а на OM — инвесторы будут занимать на рынке по безрисковой ставке и инвестировать привлеченные средства в рыночный портфель. Выбор конкретного портфеля при этом будет осуществляться в соответствии с личными предпочтениями инвестора на основании его кривых безразличия. Оптимальные характеристики портфеля определяются точкой касания границы эффективных портфелей и кривой безразличия отдельного инвестора (рис. 2).

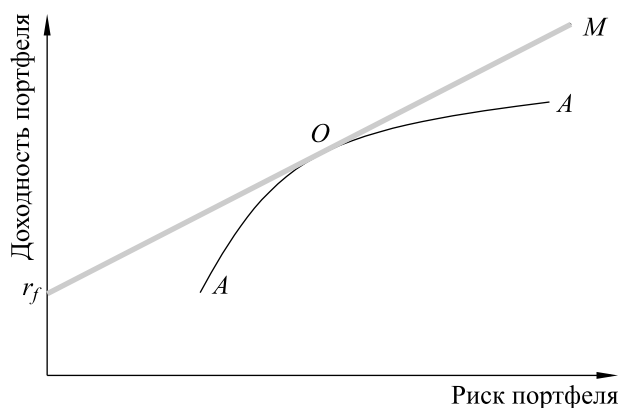


Рис. 1. Множество эффективных портфелей

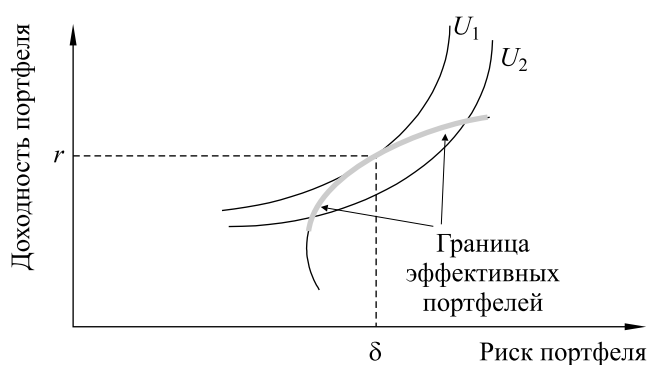


Рис. 2. Графическое решение задачи оптимизации портфеля

Традиционные инвестиционные институты — инвестиционные фонды, банки, страховые и благотворительные организации — являются объектами регулирования со стороны государства. Основной целью государственного регулирования их деятельности выступает защита прав и интересов инвесторов, в том числе путем снижения потенциальной величины рисков, связанных с изменением стоимости активов под их управлением. При этом жесткость регулирования определяется степенью доступности инвестиционных институтов для различных типов инвесторов: инвестиционные институты, доступные розничным инвесторам, контролируются более тщательно, чем те, которые предназначены для привлечения средств узкого круга профессиональных инвесторов.

Под *традиционными инвестиционными институтами* авторы предлагают понимать институты, доступные практически любому типу инвесторов. Основным отличием подобных институтов от других типов инвестиционных посредников является более строгое законодательное регулирование их деятельности, выражающееся в наличии четких требований и ограничений, налагаемых на их операционную и инвестиционную деятельность. Как правило, это касается наличия ограничений, налагаемых на структуру портфеля подобных институтов, на долю в нем высокорисковых рыночных активов. В качестве примера можно привести требования законодательства Российской Федерации к составу и структуре активов акционерных и паевых инвестиционных фондов [Об утверждении положения..., 2002], к деятельности негосударственных пенсионных фондов [О негосударственных пенсионных фондах, 1998; Об установлении дополнительных ограничений..., 2003]. Основными доступными инвестиционными инструментами для таких институтов являются государственные облигации, валюта, паи инвестиционных фондов и корпоративные ценные бумаги, имеющие признаваемые котировки. Приобретение высокорисковых ценных бумаг, а также инвестирование в другие типы активов в большинстве случаев не допускается.

Вследствие существования подобных ограничений традиционные инвестиционные институты не имеют возможности вкладывать средства во все ценные бумаги рыночного портфеля, поэтому «классическая» граница эффективных портфелей (AA) для них вырождается в границу множества «доступных» или разрешенных ценных бумаг (A_1A_1). Наличие ограничений по уровню лeverиджа приводит к тому, что большинство традиционных инвестиционных институтов осуществляет свою деятельность только на $r_f O_1$ — низкорисковом участке линии рынка капитала (рис. 3).

Таким образом, к традиционным инвестиционным институтам авторы предлагают относить институты, доступные практически любому типу инвесторов, в большей степени осуществляющих свои вложения в традици-

онные активы (валюту, государственные облигации и ценные бумаги корпораций), к операционной деятельности которых предъявляются жесткие требования, а на структуру инвестиционного портфеля накладываются серьезные ограничения.

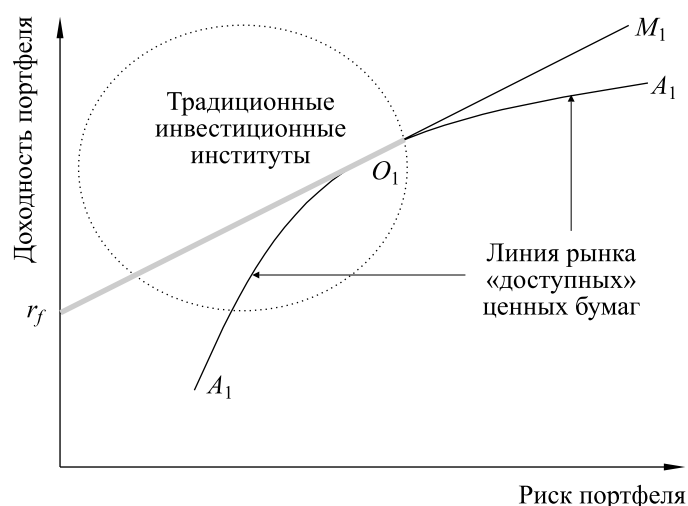


Рис. 3. Множество эффективных портфелей традиционных инвестиционных институтов

В последние десятилетия к традиционному набору рыночных активов, доступных традиционным инвестиционным институтам, добавился большой перечень новых финансовых инструментов: деривативов, индексов, различных сложнструктурированных инструментов. Последние позволяют реализовать сложные и «индивидуальные» инвестиционные стратегии, более полно отвечающие потребностям конечных инвесторов, требованиям управляющих активами, спекулянтов и других участников рынка.

Появление новых инструментов приводит к изменению линии рынка капитала и формированию нового множества эффективных портфелей (рис. 4). При этом доходности многих из новых портфелей имеют нулевую корреляцию с доходностями традиционных эффективных портфелей и рыночных индексов. Их интерес для инвесторов часто обусловлен возможностью получения доходности, превышающей доходность по различным безрисковым инструментам.

В соответствии с CAPM доходность любого портфеля, не коррелирующая с доходностью рыночного портфеля, не может превышать доходность безрисковых вложений. Наличие абнормальной доходности обусловлено существованием определенной рыночной неэффективности и

возможностями инвесторов по ее «извлечению». Большинство исследователей сходятся в том, что в краткосрочном периоде на рынке существует возможность арбитража, асимметричность информации и присутствуют игроки, способные оказывать на него значительное влияние. В результате одно из основных допущений, принятых в классической теории финансов (а именно: рынок является эффективным), в краткосрочной перспективе не выполняется. Наличие подобной рыночной неэффективности приводит к появлению возможности получения прибыли, превышающей «рыночно-обусловленный» уровень (далее — абнормальной доходности). Именно этим объясняется более высокое значение r'_f по сравнению с r_f на рис. 4.¹

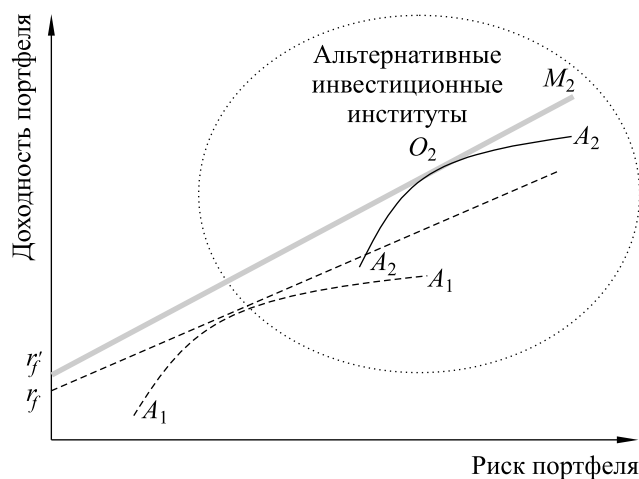


Рис. 4. Множество эффективных портфелей альтернативных инвестиционных институтов

Новое множество эффективных портфелей, возникшее в связи с изменением линии рынка капитала и появлением безрискового рыночного портфеля (r'_f), отражено на рис. 4. Отметим, что оно характеризуется значительно более широким спектром доступных активов. Такие активы, а также их различные комбинации могут при определенных условиях обеспечить инвесторам большие возможности для получения прибыли, нежели традиционные объекты вложений. При этом возможность получения значительно более высоких убытков является также вероятной.

¹ Величина r'_f не обязательно превышает величину r_f , она может быть выше лишь в случае существования определенной рыночной неэффективности и наличия игроков, способных ею воспользоваться. Это является возможным только в краткосрочном периоде, в долгосрочной перспективе значения r'_f и r_f чаще всего совпадают.

Наличие подобных характеристик у некоторых новых портфелей привело к тому, что на структуру портфеля большинства инвестиционных институтов были наложены ограничения, не позволяющие им сформировать портфель вложений, потенциально характеризующийся высокими рисками.

Тем не менее некоторые инвестиционные институты — как правило, доступные исключительно профессиональным инвесторам — не подпали под ряд требований и ограничений, налагаемых на традиционные инвестиционные институты. В результате они получили возможность не только инвестировать в значительно более широкий спектр рыночных активов, но и привлекать для этих целей крупные заемные средства (т. е. осуществлять свою деятельность на луче $r_f' O_2$, а для некоторых из них доступными стали также портфели, расположенные на его продолжении, — $O_2 M_2$). Таких инвесторов авторы предлагают считать *альтернативными* (далее — институты альтернативного инвестирования).

КЛАССИФИКАЦИЯ ИНСТИТУТОВ АЛЬТЕРНАТИВНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Одним из наиболее распространенных типов институтов альтернативного инвестирования являются хеджевые фонды (табл. 1). Классическим считается определение хеджевого фонда, данное рабочей группой по финансовым рынкам при Президенте США в 1999 г. [Hedge Funds, Leverage, and the Lessons..., 1999]. В соответствии с ним, под хеджевым фондом понимается «частный инвестиционный фонд (пул), недоступный для широкого круга лиц и управляемый профессиональным инвестиционным управляющим»².

Отметим, что помимо непосредственно хеджевых фондов под существующие определения подпадают и другие инвестиционные институты, начиная от некоторых категорий инвестиционных компаний и заканчивая венчурными фондами и товарными пулами. Несмотря на имеющуюся схожесть этих институтов с хеджевыми фондами, существует ряд причин, не позволяющих отнести их к ним.

С практической точки зрения хеджевые фонды во многом схожи с классическими *инвестиционными фондами* — организациями, зарегистрированными в соответствии с местным законодательством и подпадающими под большинство налагаемых на них ограничений.

Хеджевые и классические инвестиционные фонды часто инвестируют в схожие типы ценных бумаг и используют одинаковые инвестиционные стратегии. В то же время у них есть несколько принципиальных отличий,

² Более подробно различные определения хеджевых фондов приведены в [Лукьянова, Нечаев, 2006].

прежде всего в уровне нормативно-правового регулирования их деятельности. Классические инвестиционные фонды в большинстве случаев доступны любому типу инвесторов и, соответственно, являются объектом пристального регулирования со стороны государства. Эмиссия их ценных бумаг практически всегда регистрируется, инвестиционные консультанты подобных компаний подлежат обязательной регистрации, обязанность по раскрытию информации о своей деятельности также вытекает из требований законодательства. Кроме того, инвестиционные фонды подпадают под жесткие требования и ограничения, налагаемые на их операционную и инвестиционную деятельность.

Таблица 1

Классические инвестиционные фонды и институты альтернативного инвестирования

Инвестиционные фонды и институты альтернативного инвестирования	Уровень государственного регулирования деятельности	Тип инвесторов	Основные инструменты инвестирования	Срок вложений
Классические инвестиционные фонды	Высокий	Любые	Государственные долговые обязательства, ценные бумаги корпораций, валюта, небольшой перечень производных ценных бумаг	Различный
Хеджевые фонды	Низкий	Профессиональные	Практически любые инструменты, ограниченные только инвестиционной декларацией фонда	Различный
Фонды частных размещений	Различный	Профессиональные	Ценные бумаги корпораций	Длительный
Венчурные фонды	Низкий	Профессиональные	Ценные бумаги корпораций	Длительный
Товарные пулы	Высокий	Профессиональные	Производные ценные бумаги	Различный

Хеджевые фонды так же, как и классические инвестиционные фонды, управляются профессиональным управляющим и часто инвестируют в ценные бумаги публичных компаний. Однако в отличие от традиционных инвестиционных институтов они являются более свободными в выборе

объектов и инструментов инвестирования. Они могут инвестировать в ценные бумаги как резидентов, так и иностранных эмитентов, различные долговые инструменты и производные ценные бумаги.

Фонды прямых инвестиций или фонды частных размещений (private equity funds), как и хеджевые фонды, являются инвестиционными институтами, аккумулирующими средства вкладчиков для их последующего инвестирования. По ряду причин их консультанты могут не подпадать под требования об обязательной регистрации.

Фонды частных размещений, как правило, инвестируют свои средства в нерегистрируемые³ (и, как следствие, часто неликвидные) ценные бумаги. В число типичных инвесторов таких фондов входят состоятельные граждане, различные фонды, банки и страховые компании⁴. Фонды частных размещений являются инвестиционными организациями закрытого типа, нацеленными на долгосрочные финансовые вложения. Погашение «инвестиционных паев» за редким исключением происходит только в результате закрытия фонда либо в соответствии с уставными документами. В редких случаях фонд может не реинвестировать, а распределять между инвесторами средства, вырученные от продажи части своих активов.

Венчурные фонды (venture funds) также часто не подпадают под ряд требований законодательства об инвестиционных фондах. При этом они структурно подобны хеджевым фондам и нацелены на схожие типы инвесторов. Традиционно венчурные фонды создаются в основном для вложений в новые или недавно созданные компании.

Венчурные фонды имеют те же отличающие их от хеджевых фондов параметры, что и фонды частных размещений, например: долгосрочный характер вкладов и невозможность их досрочного погашения. Кроме того, в отличие от классических инвестиционных фондов управляющие венчурных фондов играют активную роль в инвестируемых компаниях путем участия в работе как совета директоров, так и в повседневной деятельности компании в качестве членов исполнительных органов предприятия.

Под товарными пулами (commodity pools) в соответствии с законодательством США понимаются инвестиционные трасты, синдикаты либо

³ Ценные бумаги, эмиссия которых не сопровождается государственной регистрацией выпуска.

⁴ Около 10% средств состоятельных граждан находятся в распоряжении фондов частных размещений; около 30% — вложены в пенсионные фонды; 20% — в благотворительные фонды (endowments); банки и страховые компании аккумулировали оставшиеся 40% средств [Report to Congress..., 2002, p. 30].

аналогичные организации, привлекающие средства инвесторов с целью инвестирования в товарные фьючерсы [Commodity Exchange Act].

Множество академических исследований последних лет посвящено сравнению деятельности хеджевых фондов с деятельностью товарных пулов. Несмотря на то что между подобными институтами много схожего — особенности вознаграждения управляющих, высокая величина первоначальных вложений и широкий спектр доступных инструментов — существует и ряд принципиальных отличий. Хеджевые фонды используют множество различных финансовых инструментов и инвестиционных стратегий, могут осуществлять свою деятельность практически на всех рынках, в то время как управляющий товарным пулом, как правило, инвестирует деньги вкладчиков только на срочном рынке. Одним из существенных отличий товарных пулов от других институтов инвестирования, делающих их прекрасным инструментом хеджирования, является отрицательная или нулевая корреляция с большинством традиционных индексов.

В силу отсутствия четкого, формализованного определения хеджевых фондов часто представляется невозможным однозначно выделить их среди иных институтов альтернативного инвестирования. В некоторых случаях отличия возникают в разнице нормативно-правового регулирования, а иногда — в сущности совершаемых операций.

На наш взгляд, с точки зрения особенностей своей инвестиционной деятельности хеджевые фонды лучше всего могут быть определены как инвестиционные институты, обладающие широким спектром доступных финансовых инструментов, имеющие возможность осуществлять гибкую инвестиционную политику и реализовывать инвестиционные стратегии, описываемые недоступными для традиционных инвестиционных институтов характеристиками риск/доходность.

ОСОБЕННОСТИ ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ХЕДЖЕВЫХ ФОНДОВ

В феврале 2003 г. в ответ на растущую популярность хеджевых фондов и фондов хеджевых фондов SEC разработала веб-сайт, рекламирующий несуществующий хеджевый фонд Guaranteed Returns Diversified, Inc.⁵ За первые 6 месяцев с момента его запуска (13 февраля 2003 г.) на нем побывало более 80 тыс. посетителей. За этот период сотрудники комиссии получили огромное количество звонков и писем от инвесторов, посетивших указанный веб-сайт. Причем около половины подобных обращений пришло от тех, кто желал в этот фонд вложиться.

⁵ Сокращенно «GRDI», произносимый как «greedy», что в переводе означает жадный. <http://www.growthventure.com/grdi>

Подобная популярность фонда среди инвесторов была обусловлена приведенными на сайте высокими показателями его деятельности, хотя все представленные отчеты были фальсифицированы. Тот факт, что множество инвесторов с легкостью поверили оглашавшейся информации, свидетельствует о недостаточной квалификации многих потенциальных инвесторов. Это еще раз подтверждает необходимость пристального контроля со стороны государства над инвестиционным процессом. Одной из основных задач государства является формирование такой системы регулирования этих институтов, при которой права и интересы потенциальных инвесторов были бы защищены максимальным образом.

В табл. 2 приведены некоторые требования законодательства, регулирующего инвестиционную деятельность на территории США, и исключения из них, обуславливающие «уникальные» характеристики хеджевых фондов.

Одновременное удовлетворение абсолютно всем приведенным выше требованиям не является обязательным условием для хеджевого фонда — инвестиционные фонды относят к категории «хеджевых», как правило, исходя из их экономической сущности, а не из особенностей нормативно-правового регулирования их деятельности. В то же время возможность реализации инвестиционных стратегий в национальных границах обусловлена соответствием хеджевых фондов определенным законодательным требованиям и ограничениям, основным из которых является их доступность только квалифицированным инвесторам. В частности, в соответствии с законодательством США, инвесторами (акционерами, дольщиками или участниками) хеджевых фондов могут выступать исключительно «аккредитованные инвесторы», а принимать инвестиционные решения в фонде (не будучи при этом зарегистрированным в SEC или CFTC) могут только инвестиционные консультанты с ограниченным числом клиентов.

Под аккредитованным инвестором, в соответствии с законом США о рынке ценных бумаг [Securities Act], понимаются:

- ♦ лицо, обладающее собственным или совместным с супругой имуществом на сумму более 1 млн долл. или имеющее годовой доход более 200 тыс. долл. в течение двух прошлых лет (или совместный доход более 300 тыс. долл.) и обоснованные ожидания по сохранению того же уровня дохода в дальнейшем;
- ♦ институциональные инвесторы, включая банки, сберегательные и кредитные ассоциации, зарегистрированные брокеры, дилеры и инвестиционные компании, корпорации, партнерства, компании с ограниченной ответственностью, трасты, а также ряд других крупных инвесторов с активами, превышающими 5 млн долл.

Таблица 2

Основные исключения из требований законодательства США о рынке ценных бумаг и инвестиционных фондах

Нормативный правовой акт	Основные налагаемые требования и ограничения	Возможные исключения
Investment Company Act	Необходимость регистрации в качестве инвестиционной компании* любой организации, чьей основной деятельностью является (утверждается либо предполагается) инвестирование в ценные бумаги, владение либо торговля ими	<ul style="list-style-type: none"> • Ценные бумаги эмитента принадлежат не более чем 100 инвесторам, которые не осуществляют и не намереваются осуществлять публичное предложение и публичное размещение этих ценных бумаг • Собственники ценных бумаг считаются квалифицированными приобретателями
Investment Advisers Act	Инвестиционный консультант хеджевого фонда должен быть зарегистрирован SEC	<ul style="list-style-type: none"> • Инвестиционный консультант, имевший за последние 12 месяцев менее 15 клиентов, освобождается от обязательной регистрации
Securities Act	Выпуск ценных бумаг и их проспект должен быть зарегистрирован в SEC	<ul style="list-style-type: none"> • Освобождение в случае частного размещения • Освобождение в случае размещения исключительно среди аккредитованных инвесторов
Securities Exchange Act	Любой выпуск ценных бумаг при количестве акционеров более 500 должен быть зарегистрирован в SEC	Принципиальных исключений в законе не предусмотрено. Как правило, хеджевые фонды просто стараются иметь менее 500 клиентов
Commodity Exchange Act	CFTC** устанавливает множество требований в целях защиты прав и интересов инвесторов	Основные исключения аналогичны исключениям из требований закона США об инвестиционных компаниях, приведенным выше

Примечания: * Определение инвестиционной компании по нормам законодательства США соответствует определению инвестиционного фонда, согласно российскому законодательству.

** Комиссия по товарным фьючерсам (Commodity Futures Trading Commission — CFTC). Федеральное агентство США, созданное по решению Конгресса США в 1975 г. для регулирования деятельности, связанной с торговлей товарными фьючерсами.

Дифференциация регулирования инвестиционных институтов в зависимости от типа инвесторов характерна практически для всех государств. К примеру, в Великобритании в соответствии с законом о финансовых

услугах и рынках [Financial Services and Markets Act, 2000] любая организация, осуществляющая регулируемую инвестиционную деятельность на рынке ценных бумаг, должна быть зарегистрирована в Управлении по финансовым услугам (Financial Services Authority — FSA).

К регулируемой деятельности на рынке ценных бумаг в том числе относятся:

- ♦ управление в интересах другого лица активами, включающими в себя ценные бумаги или другие «контрактные» инвестиции;
- ♦ консультирование по вопросам покупки, продажи или взятие на себя определенных обязательств в отношении ценных бумаг либо других «контрактных» инвестиций.

В силу того что инвестиционные консультанты хеджевых фондов подобную деятельность в той или иной мере осуществляют, регистрация в FSA для них является обязательной. Для получения разрешения на управление средствами в интересах других лиц или осуществление консультационной деятельности в указанной области управляющий должен удовлетворять требованиям FSA, в частности — располагать необходимыми ресурсами, быть достаточно компетентным, адекватно представлять интересы клиента, а также иметь четкую и прозрачную учетную систему.

Специального режима торговли продуктами хеджевых фондов в Великобритании нет. В соответствии с Руководством по осуществлению коллективных инвестиционных схем в Великобритании [Collective Investment Schemes...] хеджевые фонды классифицируются как нерегулируемые схемы коллективного инвестирования и согласно закону о финансовых услугах и рынках подпадают под соответствующее регулирование⁶. В частности, законодательством Великобритании запрещается осуществлять любое публичное предложение нерегулируемых схем. Однако фондам позволено продавать подобные схемы некоторым посредникам, профессиональным участникам рынка или определенным типам частных инвесторов: частным клиентам (*private customer*), профессиональным посредникам (*intermediate customer*) и профессиональным участникам рынка (*market counterparty*).

Правовые нормы многих стран, помимо США и Великобритании, несут в себе ограничения по продвижению продуктов хеджевых фондов среди не искушенных в финансовом плане инвесторов (так называемых розничных инвесторов).

⁶ Жесткий контроль над деятельностью управляющих хеджевыми фондами в Великобритании не осуществляется. По данным FSA, это связано с незначительным влиянием деятельности хеджевых фондов на финансовый рынок Великобритании и слабым вовлечением розничных инвесторов [Hedge Funds and the FSA, 2002].

Дополнения к закону об инвестиционных фондах в Швеции, принятые в 1994 г., представили концепцию «иных фондов со специальными рисками», которые позволили местным и зарубежным хеджевым фондам пройти регистрацию в Федеральной банковской комиссии Швеции (Federal Banking Commission). В законе не установлен минимальный размер вклада в подобный фонд, но, по информации FSA, он ни разу не был ниже 10 тыс. шведских крон, а как правило, значительно превышал эту сумму.

В Швейцарии могут продвигаться продукты фондов, в том числе хеджевых, зарегистрированных в странах, инвестиционное законодательство которых соответствует швейцарским стандартам. Хотя лицензирование и сертификация деятельности направлены в первую очередь непосредственно на хеджевые фонды, большое внимание уделяется и деятельности их управляющих. Например, решение о лицензировании фонда напрямую зависит от качества системы риск-менеджмента, внутреннего контроля и квалификации его управляющих.

В июне 2001 г. регулятор финансового рынка Сингапура (Monetary Authority of Singapore) выпустил распоряжение, позволяющее продвигать продукты хеджевых фондов среди инвесторов. Основными требованиями, предъявляемыми к хеджевым фондам, выступают:

- ♦ минимальная сумма вклада — 100 тыс. долл.;
- ♦ четкое и адекватное раскрытие информации о возможных рисках, связанных с деятельностью фондов;
- ♦ высокий уровень компетенции управляющих активами хеджевых фондов.

В октябре 2001 г. Гонконгская комиссия по рынку ценных бумаг (Hong Kong Securities and Futures Commission) ввела правила, по которым с 17 мая 2002 г. управляющие инвестиционных фондов, желающие осуществлять стратегии, присущие хеджевым фондам, обязаны удовлетворять следующим требованиям:

- ♦ иметь опыт управления активами, превышающими 100 млн долл.;
- ♦ располагать пятилетним опытом успешного осуществления присущих хеджевым фондам стратегий.

При этом минимальная величина вложений в отдельный фонд установлена на уровне 50 тыс. долл., а в фонд хеджевых фондов — 10 тыс. долл. На схемы, обеспечивающие 100%-ю гарантию возврата основной суммы вклада, ограничения по минимальному уровню вклада не налагались.

В Ирландии управляющий хеджевым фондом, зарегистрированным в оффшорной зоне, может рассчитывать на допуск ценных бумаг таких фондов к торгам (через прохождение процедуры листинга) на Ирландской фондовой бирже. При этом определенные ограничения распространяются на приобретателей таких ценных бумаг. Подобная система создана в боль-

шей части для упрощения доступа к продуктам хеджевых фондов со стороны крупных институциональных инвесторов.

Хеджевый фонд, претендующий на внесение в листинг, должен обеспечить минимальную величину вклада каждого инвестора в размере не менее 100 тыс. долл.⁷ При этом управляющим фондом должны быть представлены доказательства того, что он является в должной мере квалифицированным в области инвестирования. На практике это означает, что управляющий должен иметь опыт управления портфелем стоимостью более 100 млн долл.

ОСНОВНЫЕ ПРОБЛЕМЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ

Исторически контролирующие органы полагали, что поскольку инвесторы хеджевых фондов являются высокообеспеченными квалифицированными инвесторами, которые имеют возможность обезопасить себя сами, то и необходимости в дополнительном регулировании и защите вкладов нет. Но по мере того как подобные институты становились все более значительной составляющей мирового финансового рынка, отношение к ним менялось. В настоящее время фонды и их инвестиционные консультанты часто прибегают к ультрасовременным и крайне агрессивным методам и стратегиям управления инвестициями, что вызывает определенную озабоченность регуляторов. Более того, по причине тесной взаимосвязи между хеджевыми фондами, их контрагентами и кредиторами крах хеджевого фонда может повлечь за собой и разорение его контрагентов.

Деятельность хеджевых фондов, доступные им финансовые инструменты и осуществляемые ими инвестиционные стратегии являются потенциально крайне рисковыми. Как следствие, продукты хеджевых фондов доступны только определенной категории «искушенных» в финансовом плане инвесторов. Соответственно, некоторые опасения регуляторов вызывает то, что в число инвесторов хеджевых фондов все чаще попадают лица, формально соответствующие требованиям, предъявляемым к квалифицированным инвесторам, но, по сути, таковыми не являющиеся.

Одно из препятствий для доступа «розничных инвесторов» к хеджевым фондам или фондам хеджевых фондов — сложность с определением справедливой стоимости чистых активов фонда. Проблема возникает исходя из того, что ценные бумаги хеджевых фондов не имеют признаваемых котировок, в связи с чем объективный расчет их стоимости в большинстве случаев невозможен.

⁷ В случае если он не зарегистрирован в странах Евросоюза, Гонконга или некоторых других юрисдикциях.

Таким образом, одной из основных задач регуляторов выступает контроль за соблюдением управляющими хеджевыми фондами ограничений законодательства, связанных с массовым продвижением и публичным предложением своих продуктов.

Одним из самых значительных случаев непрямого инвестирования в хеджевые фонды является инвестирование со стороны пенсионных фондов, благотворительных фондов и фондов пожертвований, которые одними из первых обратились к хеджевым фондам и чьи вложения в них в последние годы значительно возросли. По мнению SEC, привлечение посредством указанных типов фондов средств широких масс населения может породить определенные проблемы, изучение которых в данный момент не представляется возможным.

Также необходимо отметить, что некоторые инвесторы хеджевых фондов не обладают сведениями, подтверждающими происхождение своих капиталов, что препятствует должному контролю со стороны государства, направленному на противодействие легализации денежных средств, полученных незаконным путем. Отсутствие прозрачности деятельности хеджевых фондов рождает также массу иных проблем, к примеру связанных с оценкой стоимости услуг управляющих фондами, а также информации об их доходах и расходах.

Обычно факты мошенничества и незаконного поведения фондов или их консультантов становятся известны регулятору после проведения различных проверок или посредством информации, полученной от инвесторов, сотрудников биржи и профессиональных участников рынка. В то же время контроль и надзор за деятельностью незарегистрированных фондов крайне сложен — теоретически регулятор может даже не знать об их существовании. В результате регулятору часто удается предотвратить финансовые убытки инвесторов зарегистрированных фондов и крайне редко — «незарегистрированных» или оффшорных фондов. В настоящее время регуляторы в целом имеют возможность косвенно отслеживать деятельность хеджевых фондов, в том числе через отчеты о торговле, ведущиеся биржами, записи и бухгалтерские книги, хранящиеся у брокеров. Однако, эти записи не всегда последовательны, в связи с чем определить факт незаконной деятельности, осуществляемой конкретным хеджевым фондом, достаточно сложно.

Инвестиционные консультанты хеджевых фондов несут фидуциарную ответственность перед своими клиентами и, соответственно, должны предупреждать конфликт интересов либо уметь его нейтрализовать. Конфликт интересов может возникать у управляющего хеджевым фондом по самым разным причинам. Основные из них связаны с особенностями инвестиционной деятельности фонда и с взаимоотношениями с основным брое-

ром⁸. Для предотвращения неблагоприятных последствий таких конфликтов инвестиционный консультант должен постоянно отслеживать соответствие всех совершаемых операций интересам инвесторов. В то же время возможность контроля за действиями инвестиционного консультанта, направленными на нивелирование либо раскрытие возможности конфликта интересов, у регулирующих органов отсутствует.

Таким образом, отсутствие четкой продуманной правовой политики или элементарного контроля за деятельностью хеджевых фондов при постоянном увеличении случаев «непрямого» инвестирования вызывает рост проблем, связанных с недостаточной защитой интересов вкладчиков от действий недобросовестных управляющих.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В последние годы все большее внимание инвесторов, профессиональных участников рынка и регулирующих органов привлекают институты альтернативного инвестирования, часто называемые хеджевыми фондами. Их исследователи сталкиваются с такими сложностями, как высокая информационная закрытость деятельности подобных институтов, отсутствие формальных критериев отнесения различных альтернативных механизмов инвестирования к тому или иному типу инвестиционных посредников и неясность механизма регулирования их деятельности, обуславливающими их уникальные характеристики.

В ходе проведенного исследования были сформулированы критерии, позволяющие разграничить деятельность традиционных инвестиционных институтов и институтов альтернативного инвестирования, определены ключевые особенности деятельности хеджевых фондов, отличающие их от последних. В ходе анализа нормативно-правового регулирования деятельности хеджевых фондов было отмечено следующее:

- ♦ в настоящий момент сложилась ситуация, когда государство, признавая за некоторыми категориями инвесторов право самостоятельно определять уровень принимаемого на себя риска, частично вывело их из зоны своей ответственности;
- ♦ результатом отказа государства от регулирования инвестиционной деятельности определенных типов инвестиционных институтов

⁸ Управляющие хеджевых фондов редко декларируют сущность услуг, которые они получают от основного брокера, и схему его вознаграждения за эти услуги. В связи с этим возможной, к примеру, является ситуация, когда вознаграждение, выплачиваемое основному брокеру, может включать стоимость услуг, оплата которых должна производиться за счет его собственных средств. Также соглашение с основным брокером может содержать положения, ограничивающие возможности консультанта в отношении смены брокера либо изменения условий его вознаграждения.

(в том числе хеджевых фондов) стало введение категории «квалифицированных» инвесторов и формирование такого механизма их регулирования, при котором все экономические риски несли непосредственно вкладчики этих инвестиционных институтов — так называемые квалифицированные инвесторы;

- ♦ несовершенство выбранного механизма регулирования хеджевых фондов выразилось в том, что наряду с отказом государства от регулирования инвестиционной деятельности хеджевых фондов оно частично потеряло возможность контроля над другими аспектами их деятельности — над эффективной защитой интересов инвесторов от незаконной, мошеннической деятельности сотрудников хеджевых фондов и их инвестиционных консультантов.

На основании анализа деятельности хеджевых фондов, проведенного авторами статьи, предлагается рассматривать хеджевые фонды как самостоятельный класс институтов коллективного инвестирования и определить основополагающие принципы государственного регулирования их деятельности.

Литература

- О негосударственных пенсионных фондах.* Федеральный закон от 7 мая 1998 г. № 75-ФЗ.
- Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений в отдельные классы активов и определении максимальной доли отдельных классов активов в инвестиционном портфеле в соответствии со статьями 26 и 28 Федерального закона «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации» и статьей 36.15 Федерального закона «О негосударственных пенсионных фондах.* Постановление Правительства РФ от 30 июня 2003 г. № 379.
- Об утверждении положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов.* Постановление ФКЦБ РФ от 14 августа 2002 г. № 31/пс.
- Лукьянова А. Е., Нечаев Е. А.* Хеджевые фонды и их влияние на финансовую стабильность // Вестн. С.-Петербург. ун-та. Сер. Менеджмент. 2006. № 3. С. 119–136.
- Collective Investment Schemes.* FSA Hand Book // Financial Services Authority [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.fsa.gov.uk>
- Commodity Exchange Act of 1936 // Regulation* [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.cftc.gov>
- Financial Services and Markets Act 2000.* Office of Public Sector Information [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.opsi.gov.uk>
- Hedge Funds and the FSA // Discussion Paper 16.* Financial Services Authority. 2002 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.fsa.gov.uk>

- Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management* // President's Working Group on Financial Markets. 1999. April [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.aima.org>
- Markowitz H. M. Portfolio Selection* // *The Journal of Finance*. 1952. Vol. 7. N 1. March. P. 77–91.
- Report to Congress in Accordance with § 356(c) of the Uniting and Strengthening America by Providing Appropriate Tools Required to Intercept and Obstruct Terrorism Act of 2001 (USA Patriot Act)* // Financial Crimes Enforcement Network. 2002. December [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.fincen.gov>
- Securities Act of 1933* // *Regulations and Laws* [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.sec.gov>

Статья поступила в редакцию 13 ноября 2006 г.