

ПОДХОДЫ К ФОРМИРОВАНИЮ ГИБКОГО МЕХАНИЗМА РЕГУЛИРОВАНИЯ ХЕДЖЕВЫХ ФОНДОВ

*Работа представлена кафедрой денег и ценных бумаг
Санкт-Петербургского государственного университета экономики и финансов.
Научный руководитель – доктор экономических наук, профессор А. С. Селищев*

В статье сформулировано авторское определение хедж-фонда, аргументирована целесообразность формирования гибкого механизма регулирования их деятельности, дается краткая характеристика основных направлений такого механизма, с конкретизацией наиболее важных задач, решаемых в процессе регулирования; дается оценка изменениям российского законодательства, формирующим правовое поле для деятельности хедж-фондов в РФ.

В зарубежной и российской экономической литературе и нормативных документах до сих пор не сложилось общепринятого определения хеджевых фондов – особой разновидности инвестиционных

институтов, вкладывающих средства в различные активы (ценные бумаги, сырье, иностранную валюту, производные инструменты) по поручению своих клиентов, используя при этом агрессивные стратегии инве-

стирования. Анализ специфических особенностей хедж-фондов, как организационных, так и экономических, позволяет сформулировать определение этого инвестиционного института, в максимальной степени эти особенности учитывающее. Так, по нашему мнению, «хеджевый (альтернативный) фонд – это частный непубличный, не подверженный специальному регулированию инвестиционный фонд (пул денежных средств ограниченного числа частных лиц и/или группы квалифицированных инвесторов), управление которым осуществляется профессиональным инвестиционным управляющим, являющимся одним из основных инвесторов и свободным в выборе инвестиционных стратегий применительно к любым финансовым инструментам на любых сегментах национального и/или международного финансовых рынков, в том числе с использованием заемных средств, с целью получения максимально возможной абсолютной положительной доходности». Свобода в выборе инвестиционных стратегий, рынков и объектов инвестирования связана с тем, что вследствие своего непубличного характера хеджевые фонды обычно не подпадают под национальное нормативное регулирование инвестиционных институтов либо имеют офшорную юрисдикцию, сводящую такое регулирование к минимуму.

Новой тенденцией последних лет в мировой хедж-индустрии стали дискуссии о целесообразности государственного регулирования хедж-фондов и предпочтительных методах такого регулирования, обусловленные тем, что вследствие интенсивного роста хедж-фондов и все возрастающей сложности инструментов, которыми они оперируют, часто используемое ими леведное финансирование несет потенциальную угрозу для стабильности всей финансовой системы в случае неплатежеспособности фонда.

Основная сложность при выработке мер регулирования деятельности хедж-фондов заключается в необходимости найти такой баланс, который сохранял бы уникальные преимущества этих фондов при блокировании деструктивных для финансовой системы импульсов от их функционирования. Традиционные методы регулирования (ограничения деятельности и обеспечения прозрачности) здесь, скорее всего, будут неэффективны, что требует выработки нового подхода к вопросам регулирования.

Главной задачей регулирования должно стать недопущение системного кризиса вследствие рискованной деятельности крупного хедж-фонда. Системный риск возникает тогда, когда крах одного рыночного института может вызвать весьма неблагоприятные последствия для многих других институтов. Существуют следующие каналы передачи кризисных импульсов: повышение риска партнерства, когда крах одного участника рынка может отразиться на его партнерах, в результате чего возникает цепная реакция банкротств; уменьшение ликвидности рынка, связанное с тем, что, стремясь избежать краха, финансовые институты начинают продавать свои активы, а это неизбежно приводит к резкому изменению цен; «чистое заражение», вызванное общей переоценкой рисков, связанных с отдельными категориями активов.

В этих условиях деятельность хедж-фондов может представлять значительный риск вследствие действия нескольких предпосылок: они являются главными игроками на некоторых сегментах финансового рынка, оказывая существенное влияние на ликвидность рынков, в том числе и в плане ее возможного резкого уменьшения; реализуя глобальную стратегию, охватывающую многие страны и категории активов, они могут оказывать системное воздействие на глобальный финансовый рынок; высокие уровни леведжа в условиях краха крупного хедж-фонда могут повлечь за собой и

крах кредитных институтов-контрагентов; финансовые инновации, прежде всего в сфере кредитных деривативов, широко используемые хедж-фондами, приводят к перераспределению риска между инвестиционными институтами и к уменьшению прозрачности рынков, что затрудняет идентификацию конечного носителя риска и взаимодействие между сегментами финансового рынка.

Полагаем, что для минимизации рисков регулятор должен иметь в своем распоряжении четкие и вместе с тем гибкие механизмы антикризисного управления. Основные направления разработки таких механизмов:

И н а п р а в л е н и е. Процедура выработки решения Нью-Йоркским ФРБ во время краха LTCM в 1998 г. свидетельствует о том, что *одним из вариантов решения проблемы является формирование механизма выработки рычагов антикризисного управления в ситуации, когда может возникнуть дефолт по обязательствам хедж-фонда.* Составляющие такого механизма: наделение регулятора правом начать и осуществлять процесс выработки решения; своевременное информирование регулятора брокерами и банками хедж-фондов о возникающих проблемах; «раннее реагирование» регулятора на кризисные проявления; составление тщательно продуманного плана антикризисных мероприятий; основные издержки процесса реализации антикризисных решений должны быть возложены на руководителей проблемных хедж-фондов и их брокеров, без использования государственных средств.

И н а п р а в л е н и е. *Следует сосредоточиться на более эффективном управлении рисками.* Для уменьшения рисков «заражения», связанных с банкротством хеджевых фондов, возможно предпринять следующие меры:

1) улучшение систем раскрытия информации со стороны крупнейших игроков, по

структуре своего портфеля и по величине занимаемых позиций, в том числе: повышение качества информации о рынках, на которых действуют хедж-фонды; централизованное аккумулирование информации о заимствованиях хедж-фондов и величине занимаемых ими позиций (постоянный мониторинг). Подобные действия позволят своевременно отслеживать изменение связанных с деятельностью фондов рисков, их потенциальное воздействие на рыночную целостность и рыночную динамику, а также будут способствовать своевременному совершенствованию существующих практик риск-менеджмента;

2) следует разработать процедуры, позволяющие быстро получать «критическую» информацию, необходимую для управления кризисом. Так, органы надзора должны требовать от первичных брокеров, чтобы они запрашивали у хедж-фондов информацию, необходимую для оценки их чувствительности к различным рискам;

3) некоторые меры могут быть приняты и для снижения риска значительного изменения рыночной динамики вследствие деятельности хедж-фондов (за счет введения повышенных требований к гарантийной марже и торгуемым на организованном рынке ценным бумагам или установления дополнительных ограничений на совершение маржинальных сделок).

И н а п р а в л е н и е. Отсутствие прямого надзора за деятельностью хеджевых фондов не означает отсутствия косвенного надзора. Важно учитывать, что *многие риски, связанные с хедж-фондами, можно минимизировать через косвенные меры, нацеленные на их контрагентов и кредиторов,* почти все из которых являются регулируемые участниками рынка.

Косвенное регулирование деятельности хедж-фондов опирается на ряд взаимосвязанных и усиливающих друг друга элементов, которые повышают устойчивость финансовой системы к кризисам. К их числу

относятся: эффективная система внутреннего контроля в кредитных организациях, сотрудничающих с хедж-фондами, внешний контроль со стороны органов надзора, соблюдение требований о достаточности капитала, особенно в отношении операций с партнерами с высоким уровнем «эффекта рычага».

Для банковского регулятора в дополнение к общим нормативам важно исследовать практические методы риск-менеджмента банков, выступающих главными контрапартнерами хедж-фондов, например, посредством специальных тематических проверок на местах. В США, Великобритании и других странах надзор за действиями хедж-фондов принял главным образом характер отслеживания риска неплатежей. В частности, регулируемые финансовые институты свои операции с хедж-фондами должны сочетать с поддержанием лимитов по этим сделкам, а также иметь достаточную капитальную базу для покрытия рисков от сотрудничества с хедж-фондами. Следуя рекомендациям Базеля-2, предусматривающего установление при оценке риска весового коэффициента более 100% для партнеров с высокой вероятностью дефолта, некоторые банки увеличивают объем экономического капитала, предназначенный для покрытия их операций с хедж-фондами.

Кроме того, рекомендации Базельского комитета и ОИСВ, сделанные ими в июле 2005 г. (Базель-2,5), предусматривают дополнительные меры по пруденциальной оценке рисков, которые обязывают банки иметь достаточный нормативный капитал для покрытия рисков, связанных с их операциями с хедж-фондами. Так, доли в хедж-фондах, которые оплачиваются банками за собственный счет, должны учитываться в составе банковского портфеля, а не в портфеле торгуемых ценных бумаг, что приведет к увеличению требований к достаточности собственного капитала банка, а так-

же к сближению требований к кредитному портфелю и портфелю торгуемых ценных бумаг.

Полагаем, что развитие механизмов регулирования хедж-фондов должно осуществляться именно в этом направлении. В частности, очень важно установить, позволяют ли внутренние информационные системы банков своевременно определять чувствительность встречной стороны к риску, связанному с партнерством банка с хедж-фондами. Прямая чувствительность к риску может быть измерена с помощью двух категорий данных: данные об операциях, при реализации которых банк сотрудничает с хедж-фондом, – негарантированные займы, деривативы, обращающиеся вне официальных рынков, финансирование, брокерские услуги; данные об операциях, связанных с инвестициями банка в хедж-фонд, которые осуществляются за собственный счет или за счет клиентов.

С точки зрения стабильности финансовой системы эти данные помогут оценить уровень глобальной уязвимости банковского сектора от эффективности или неэффективности хедж-фондов.

Особую проблему представляют деривативы, торговля по которым нередко ведется на внебиржевом рынке, так как часто они не являются объектом прямого регулирования. Один из способов решения проблемы представлен в соглашении, подписанном 12 ведущими международными банками с представителями Федеральной резервной системы и председателем SEC. Соглашением устанавливаются ограничения на возможность пролонгации кредитов, выданных банками для финансирования сделок с деривативами.

IV н а п р а в л е н и е. В последние годы регулирующие органы пытаются *разумно ограничивать возможность крупных институциональных инвесторов осуществлять операции на региональных и местных финансовых рынках* в том числе за счет вве-

дения дополнительных административных методов контроля: лицензирования менеджеров; требований к раскрытию информации, уровню левереджа, рискованной суммы; усиления косвенного регулирования и информационного обеспечения с целью ведения мониторинга потенциальных рисков; налогообложения краткосрочных притоков капитала.

На российском фондовом рынке, с принятием в 2007 г. Федерального закона «О внесении изменений в Федеральный закон “Об инвестиционных фондах” и отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 06.12.2007 № 334-ФЗ, с начала 2008 г. формируется правовое поле для функционирования «квалифицированных (профессиональных) инвесторов» и, соответственно, хедж-фондов вследствие установления упрощенного порядка регулирования и раскрытия информации. Автоматически статус квалифицированного инвестора получают профессиональные участники финансового рынка (брокеры, дилеры, кредитные организации, УК), а также физические лица, удовлетворяющие как минимум двум требованиям: владеют ценными бумагами на некую (пока не определенную) сумму, имеют опыт работы в компании-профучастнике либо самостоятельной торговли финансовыми инструментами. Детализировать требования предстоит ФСФР.

Считаем, что в среднесрочной перспективе, с учетом начавшейся тенденции возврата средств отечественных инвесторов из-за рубежа, можно прогнозировать довольно быстрое развитие национальных

хедж-фондов, однако с точки зрения деструктивного влияния на финансовую стабильность российская хедж-индустрия пока еще не скоро будет представлять из себя что-либо заметное. Но, так или иначе, и в России инвестиционную свободу «спецфондов» необходимо разумно ограничивать. Поскольку условия для кризисных явлений могут возникнуть лишь в том случае, если крупный фонд начнет нести убытки, имея слишком большие размеры «кредитных плечей» (что в условиях лимита 1 к 3, введенного ФСФР РФ при совершении маржинальных сделок для особой категории клиентов брокерских контор, представляется маловероятным), полагаем, что ФСФР должна уже сегодня обозначить свою позицию и распространить данные лимиты допустимого левереджа на отечественные фонды для квалифицированных инвесторов.

Относительно потенциальной возможности деструктивного влияния иностранных хедж-фондов на российский финансовый рынок следует заметить, что она снижается, поскольку начиная с 2005 г. доли спекулятивных фондов и хедж-фондов на рынке сокращаются в пользу увеличения доли более консервативных инвесторов. Косвенным образом это подтверждается тем обстоятельством, что в период последнего глобального обвала мировых фондовых рынков, начавшегося в «черный понедельник» 21 января 2007 г., российский биржевой рынок быстро восстановился после незначительного падения и фактически «остается островком стабильности» по сравнению с мировой динамикой.