Они смогут работать с производными финансовыми инструментами, инструментами товарного рынка и целым рядом других.

BG: В приказе ФСФР, вводящем данные инновации, есть ссылка на некое положение по ограничению рисков, которое, как я понимаю, еще предстоит подготовить. В чем суть этих ограничений?

С. Х.: У нас действительно предусмотрено принятие положения по ограничению рисков при доверительном управлении активами, которое должно быть неразрывно связано с положением о структуре инвестиционных фондов. На сегодняшний день работа по данному положению в основном завершена: оно неоднократно обсуждено с участниками рынка, но некоторые вопросы еще дополнительно прорабатываются. Я думаю, что в начале октября данный документ будет принят. И которое по большому счету должно ответить на вопрос, какого размера плечо смогут использовать хедж-фонды и иные фонды, работающие со срочными инструментами. При этом нас в первую очередь волнует не судьба собственно хедж-фондов как таковых, поскольку это фонды для квалифицированных инвесторов, оценивающих принимаемые ими риски. Здесь речь идет о том, чтобы снизить риск реализации системного кризиса на рынке в случае неисполнения обязательств по сделкам со стороны какого-либо крупного фонда, что может повлечь возникновение на рынке эффекта домино.

BG: Какого рода ограничение предполагается ввести?

С. Х.: Как следует из названия, данное положение направлено на то, чтобы решить вопросы, связанные с ограничением рисков по портфелям. В процессе его подготовки прорабатывался вопрос поиска определения хеджерских сделок. На этот счет мы консультировались с профессионалами на рынке и поняли, что нам не удастся формализовать такое определение. Это связано с тем, что существуют самые различные стратегии хеджирования. Поэтому, по сути, положение по ограничению рисков задает некие принципы приобретения производных финансовых инструментов. Положение изобилует математическими формулами — это первый такого рода документ, который планирует принять ФСФР. Проект приказа неоднократно обсуждался с СРО и участниками рынка, что оказало существенную помощь в его подготовке.

BG: И все же, какова общая логика построения документа?

С. Х.: Фактически документом предлагается следующая идея. Риски по срочным контрактам не должны увеличивать риски заявленного в инвестиционной декларации портфеля. Их можно либо сохранять на уровне портфельного риска, либо уменьшать, причем последнее также снижает доходность портфеля. Данная цель достигается при условии соблюдения требований к размеру покрытия номинальных обязательств по срочным контрактам. Для длинных контрактов покрытием выступают деньги и инструменты денежного рынка, для коротких — базисный актив либо аналогичный ему актив. Теоретически отсутствие финансового рычага при совершении срочных контрактов достигается при условии сохранения 100% покрытия под открытую позицию в составе активов фонда. В фондах для квалифицированных инвесторов размер покрытия может быть меньше 100%.

ГРИГОРИЙ СОБЕНКО

СЕРГЕЙ ХАРЛАМОВ, ЗАМЕСТИТЕЛЬ РУКОВОДИТЕЛЯ ФСФР

BG: Вы сказали, что хедж-фонды могут таким образом нести риски цепной реакции неисполнения контрактов для всего срочного рынка. Чем в данном плане хедж-фонд отличается от просто крупного игрока?

С. Х.: Конечно, и другие крупные игроки могут набрать большой объем обязательств, а потом не суметь их исполнить. Просто мы предполагаем, что хедж-фонды будут аккумулировать достаточно большие активы и при этом ориентироваться на работу именно с высокорискованными активами.

BG: А разве это не проблема организатора торгов — выстроить управление рисками таким образом, чтобы предусмотреть надежность системы в том числе в случае отказа от выполнения обязательств со стороны крупного участника?

С. Х.: Отчасти это, конечно, проблема организатора торговли, но до настоящего времени у него не было такой проблемы, как хедж-фонды. Крупных игроков, у которых в спекулятивных операциях на фондовом рынке участвует весь капитал, в настоящее время не существует. А хедж-фонд — это как раз тот инструмент, который позволяет создать обязательства, размер которых будет в разы превышать капитализацию самого фонда. В данном случае существует вероятность того, что негибкое управление такими обязательствами сможет спровоцировать резкие ценовые колебания на фондовом рынке, не вызванные рыночными факторами. Чего, собственно, хотелось бы избежать.

Хотя, конечно, у организатора торгов действительно есть целый набор инструментов — он может контролировать открытые позиции участников, менять размер обеспечения по ним, создавать гарантийные фонды, организовывать централизованный клиринг...

BG: А зачем тогда ограничиваются риски хедж-фондов?

С. Х.: Чтобы исключить возможность нерыночного вмешательства на конъюнктуру финансового рынка.

BG: А инвестор, не подпадающий под категорию «квалифицированного», может как-то опосредованно поучаствовать в данных фондах. Например, в ПИФе, который купит паи хедж-фонда? Или такие механизмы не предусмотрены?

С. Х.: Паи фондов для квалифицированных инвесторов — это паи, ограниченные в обороте. Если в силу своей декларации фонд для неквалифицированных инвесторов имеет возможность приобрести инструмент, который ограничен в обороте, он имеет право его приобрести, поскольку управляющие компании ПИФов относятся к квалифицированным инвесторам. Но для таких ритейловых фондов существуют жесткие ограничения по структуре портфеля, поэтому, скажем так, «матрешки» возникнуть не могут. То есть опосредованно вложиться в фонд для квалифицированных инвесторов для неквалифицированных в значительном объеме будет невозможно.

BG: А есть ли какие-то особые требования к декларациям данных инвестиционных фондов, чтобы инвестору понять, какова степень его рисков?

С. Х.: Этот вопрос должен быть решен в типовых правилах доверительного управления ПИФами. В любой инвестиционной декларации существует позиция об инвестиционных рисках. Это выработанный стандарт для предложения услуг по управлению активами коллективных инвесторов.

BG: То есть инвестор должен быть готов потерять все, что он вкладывает?

С. Х.: Если говорить о фондах для квалифицированных инвесторов, то такой риск там может быть предусмотрен, но может быть и ограничен правилами. В розничных фондах только рыночный риск может быть предложен инвестору. В хеджевом фонде — да. Но о хедж-фондах мы специально говорим, что это продукт только для квалифицированных инвесторов. Хотели риски получить — получите, но только в те руки, головы при которых в состоянии эти риски оценить.

BG: Вы говорили про вопросы налогообложения рентных фондов. В чем там проблема?

С. Х.: Там вопросы, связанные с налогом на недвижимое имущество. Есть вопросы с его администрированием. Дело в том, что многие рентные фонды ориентированы на ритейл, и оборот паев в течение года у них довольно высок. И зафиксировать в отношении такого количества пайщиков, как по итогам года рассчитать налог на имущество,— непростая задача. Поэтому прорабатывался вопрос о том, чтобы налогооблагаемую базу формировать за счет ежегодного дохода, который получает пайщик.

BG: Когда ФСФР готовила данное положение, проводились ли какие-либо оценки перспектив развития рынков новых типов инвестфондов?

С. Х.: Разумеется, проводились. Однако при этом учитывались те политические и макроэкономические факторы, которые сложились на тот момент времени. В настоящее время следует предполагать некоторые изменения в перспективах. На наш взгляд, следует ожидать увеличения капитализации проектных фондов (венчурных фондов, фондов прямых инвестиций, фондов недвижимости) за счет привлечения дополнительных средств. Этому всячески способствует роль государства и образования частно-государственных партнерств. Падение мировых и национальных фондовых индексов скорее спровоцирует инвесторов диверсифицировать свои инвестиции на альтернативных рынках. В этой связи товарные фонды могут оказаться востребованными. Фонды, ориентированные на фондовый рынок, скорее сохранят тенденции своего развития.

Мы можем пока только полагать о том, как будет развиваться ситуация. Сложно даже оценить, каков будет этот рынок через год. Можно провести аналогию с тем, как в свое время было с фондами недвижимости. Поначалу они работали, но без особого развития. Однако в какой-то момент это направление нашло точку опоры и стало развиваться очень активно. И сейчас у нас половина рынка — это фонды недвижимости. Я думаю, что новое регулирование даст такие же прорывные направления другим категориям фондов.

В первую очередь мы смотрели на то, что потенциально может быть востребовано, потому что придумать что-то наперед за рынок невозможно. И в той части, которая касается фондов для квалифицированных инвесторов, в максимальной степени реализовали те возможности, представление о которых дает наш рынок и зарубежный опыт. И, естественно, ФСФР постаралась в максимальной степени учесть пожелания участников рынка, поскольку именно они строят на этом бизнес. А мы в данном случае как бы учитываем потребности рынка в предлагаемых регуляциях. Но и учитываем, конечно, те риски, которые, с нашей точки зрения, могут возникнуть от обращения того или другого инструмента.

BG: В новом положении ФСФР приведен довольно обширный список иностранных активов, которые могут покупать российские фонды, кроме того резко увеличен допустимый объем таких вложений...

С. Х.: Да, это бумаги, имеющие определенные либо признаки ликвидности и листинг на ведущих мировых биржах, либо уровни инвестиционных рейтингов не ниже суверенных. Перечень этих бирж существенно расширен.

Кроме того, увеличена с 20% до 70% максимальная доля в активах открытых ПИФов, которую могут составлять бумаги иностранных эмитентов, не торгующиеся на российских биржах. А для закрытых и интервальных фондов это ограничение и вовсе снято.

BG: А почему до сих пор существовали ограничения?

С. Х.: Это прежде всего связано с процессами глобализации финансовых рынков и постепенным отходом от модели закрытого национального финансового рынка.

BG: То, что вы изменили правила игры на рынке, как-то скажется на существующих фондах? Могут ли они менять декларацию с целью сменить свой тип и расширить спектр возможностей?

С. Х.: Могут. Вообще говоря, они должны привести свою декларацию, свои правила в соответствие с новыми требованиями закона в течение одного года. Есть переходные положения в законе, связанные с возможностью переквалификации фондов. Допустим, был до принятия поправок в закон фонд недвижимости, который теперь предполагается ориентировать на продажу паев негосударственным пенсионным фондам, которые, в свою очередь, по определению относятся к категории квалифицированных инвесторов. Можно институализировать статус фонда, сделав его фондом, паи которого согласно новым правилам не подлежат продаже неквалифицированным инвесторам. Тогда те пайщики, которые не попадут под определение квалифицированных инвесторов, будут ограничены тем объемом паев, который они приобрели ранее. И, разумеется, смогут продать их впоследствии только квалифицированным инвесторам. ■

СУММА ЧИСТЫХ АКТИВОВ РОССИЙСКИХ ПИФОВ НА 11.09.08 (МЛН РУБ.)

КАТЕГОРИЯ ПИФА	ОТКРЫТЫЕ	ИНТЕРВАЛЬНЫЕ	ЗАКРЫТЫЕ	ВСЕГО
АКЦИЙ	45953,82	15875,99	228272,66	290102,5
ОБЛИГАЦИЙ	13597,13	515,64	0	14112,77
СМЕШАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ	21752,7	11917,88	67494,69	101165,3
ИНДЕКСНЫХ АКЦИЙ	4135,26	0	0	4135,26
ИНДЕКСНЫХ ОБЛИГАЦИЙ	0,77	0	0	0,77
ФОНДОВ	549,05	772,24	0	1321,29
ДЕНЕЖНОГО РЫНКА	858,75	0	0	858,75
НЕДВИЖИМОСТИ	0	0	263627,12	263627,1
ВЕНЧУРНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ	0	0	34627,23	34627,23
ПРЯМЫХ ИНВЕСТИЦИЙ	0	0	76001,16	76001,16
ИПОТЕЧНЫЙ	0	0	6418,57	6418,57
ВСЕГО:	86847,48	29081,75	676441,43	792370,7

БЕЗ УЧЕТА ФОРМИРУЮЩИХСЯ ФОНДОВ. ПО ДАННЫМ НАЦИОНАЛЬНОЙ ЛИГИ УПРАВЛЯЮЩИХ.

КАКИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ МОГУТ БЫТЬ СОЗДАНЫ В РФ

ТИП ФОНДА	ДЕНЕЖНОГО РЫНКА	ОБЛИГАЦИЙ	АКЦИЙ	СМЕШАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ	ПРЯМЫХ ИНВЕСТИЦИЙ	ВЕНЧУРНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ	ФОНД ФОНДОВ	РЕНТНЫЙ	НЕДВИЖИМОСТИ	ИПОТЕЧНЫЙ	ИНДЕКСНЫЙ	КРЕДИТНЫЙ	ТОВАРНОГО РЫНКА	ХЕДЖ-ФОНД
АКЦИОНЕРНЫЙ ИФ	+	+	+	+	К	К	+	+	+	+	+	К	+	К
ЗАКРЫТЫЙ ПИФ	+	+	+	+	К	К	+	+	+	+	+	К	+	К
ИНТЕРВАЛЬНЫЙ ПИФ	+	+	+	+	–	–	+	–	–	–	+	–	+	К
ОТКРЫТЫЙ ПИФ	+	+	+	+	–	–	+	–	–	–	+	–	–	–

ОБОЗНАЧЕНИЯ: «—» — ФОНД НЕ МОЖЕТ БЫТЬ СОЗДАН; «+» — ФОНД МОЖЕТ БЫТЬ СОЗДАН ДЛЯ НЕОГРАНИЧЕННОГО КРУГА ИНВЕСТОРОВ; «К» — ФОНД МОЖЕТ БЫТЬ СОЗДАН, НО ЕГО УЧАСТНИКАМИ МОГУТ БЫТЬ ТОЛЬКО КВАЛИФИЦИРОВАННЫЕ ИНВЕСТОРЫ