

**Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение  
высшего образования  
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»**

*На правах рукописи*

**Смирнов Федор Александрович**

**ВЛИЯНИЕ ХЕДЖ-ФОНДОВ НА  
ТРАНСФОРМАЦИЮ МИРОХОЗЯЙСТВЕННЫХ  
СВЯЗЕЙ**

Специальность 08.00.14 - Мировая экономика

**ДИССЕРТАЦИЯ**  
на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Научный руководитель:  
Заслуженный экономист России,  
доктор экономических наук  
Сильвестров Сергей Николаевич

Москва – 2015

## Оглавление

Введение .....	3
<b>ГЛАВА 1 РОЛЬ ХЕДЖ-ФОНДОВ В МИРОВОЙ ЭКОНОМИКЕ.....</b>	<b>15</b>
1.1 Теоретические основы функционирования хедж-фондов в условиях трансформации мирохозяйственных связей.....	15
1.2 Хедж-фонды в системе мирохозяйственных связей в современных кризисных условиях .....	23
1.3 Становление хедж-фондов в период 1949-2015 гг. и их современная характеристика .....	41
<b>ГЛАВА 2 РАЗВИТИЕ ОТРАСЛИ ХЕДЖ-ФОНДОВ В УСЛОВИЯХ ИЗМЕНЕНИЯ МИРОХОЗЯЙСТВЕННЫХ СВЯЗЕЙ.....</b>	<b>60</b>
2.1 Монетарная политика ведущих центробанков мира как фактор роста отрасли хедж-фондов .....	60
2.2 Макрофинансовые изменения глобальной отрасли хедж-фондов.....	74
2.3 Основные направления воздействия хедж-фондов на мирохозяйственные связи. Изменения в стратегиях хедж-фондов.....	87
<b>ГЛАВА 3 ПЕРСПЕКТИВЫ ЭВОЛЮЦИИ ХЕДЖ-ФОНДОВ И ИХ ВЛИЯНИЯ НА ТРАНСФОРМАЦИЮ МИРОХОЗЯЙСТВЕННЫХ СВЯЗЕЙ.....</b>	<b>117</b>
3.1 Прогноз развития отрасли хедж-фондов. Анализ глобальных рисков, расчет показателей VaR и Expected Shortfall.....	117
3.2 Оценка изменения роли хедж-фондов в условиях трансформации мирохозяйственных связей.....	131
<b>Заключение .....</b>	<b>145</b>
<b>СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ.....</b>	<b>153</b>
Приложение А Отличия хедж-фондов от взаимных фондов/ПИФов .....	189
Приложение Б Основные стратегии используемые хедж-фондами .....	190
Приложение В Примеры участия хедж-фондов в организации массовых спекулятивных атак (Австралия, Гонконг, Малайзия) .....	193
Приложение Г Использование хедж-фондами стратегии, предполагающей проникновение в компании.....	196

## Введение

**Актуальность темы исследования.** Хедж-фонды – служат одним из наиболее объективных индикаторов развития мировой финансовой системы, так как не только разрабатывают и используют передовые на сегодняшний день финансовые технологии по извлечению прибыли и работе на несовершенствах рынка, но и адаптируют свои действия ко всем изменениям в мировой экономике и мировых финансах, а зачастую их формируют. Как правило, в хедж-фондах работают наиболее профессиональные команды аналитиков.

Хедж-фонды способны существенно воздействовать на изменение цен на активы (нефть, драгметаллы, сырьевые и продовольственные товары, доходность гособлигаций), участвовать в формировании значимых финансово-экономических союзов (Транстихоокеанское партнерство). Негативная роль хедж-фондов проявлялась в оказании усугубляющегося влияния при проведении операций на финансовых рынках еврозоны, в то время как там наблюдался системный долговой кризис (особенно в период 2010 – 2012 гг.). В частности, это вылилось в усиление колебаний доходности гособлигаций проблемных стран еврозоны (Греция, Италия, Испания, Португалия), вплоть до ситуации близкой к дефолту. Аргентина летом 2014 г. объявила о техническом дефолте из-за невозможности выплаты крупной суммы группе хедж-фондов, которые, являясь держателями гособлигаций, не согласились с условиями реструктуризации долга страны по дефолту 2001 г. То же происходит сегодня на Украине, когда 50 процентов ее внешних долгов (еврооблигации) скуплены хедж-фондами. Хедж-фонды также играли против рубля осенью 2014 г.

С одной стороны, хедж-фонды выполняют санирующую функцию, забирая часть рисков. С другой стороны, их коллективные действия могут иметь значительные негативные последствия. В совокупности их политика и природа действий оказывает влияние на трансформацию мирохозяйственных связей.

Глобальный финансово-экономический кризис (ГФЭК) существенно сократил количество фондов, также снизив активы под управлением. Однако по состоянию на октябрь 2015 г. отрасль хедж-фондов превысила предкризисные

показатели – активы под управлением составили 2,87 трлн долларов [259] со значимым прогнозом увеличения до 4,81 трлн к 2018 г. [298, 299]

В связи с этим актуальность данного исследования обоснована необходимостью проведения комплексного анализа влияния растущей отрасли хедж-фондов на трансформацию мирохозяйственных связей (мировые финансовые рынки, движение капиталов, международная торговля), а также более совершенной трактовки теоретических основ деятельности хедж-фондов в условиях финансиализации мировой экономики.

Не менее актуальным является важность повышения эффективности взаимодействия российских частных и государственных структур с участниками глобального финансового рынка, в том числе с международными финансовыми институтами, регуляторами.

**Степень разработанности проблемы.** Среди отечественных авторов большой вклад в теоретическую разработку эволюции отрасли хедж-фондов внес В.Котиков, который задолго до регистрации в России первого хедж-фонда, описал в своей работе особенности изменения стратегий хедж-фондов в условиях развития мирового рынка и соответствующей адаптации к этим изменениям российских финансов. В.В.Здоровенин, А.В.Иевлев, В.П.Матвеев значительно расширили представление о развитии мировой отрасли хедж-фондов в своих диссертационных исследованиях. Некоторым предупреждением необходимости регулирования отрасли хедж-фондов и связанными с ее деятельностью рисками стала диссертация В.Н.Предченко.

Различные теоретические и практические аспекты данной проблематики нашли свое отражение в работах российских ученых, к числу которых относятся С.Н.Гриняев, Е.А.Звонова, Л.Н.Красавина, А.Е.Лукиянова, Я.М.Миркин, В.Я.Пищик, И.А.Розинский, А.Н.Фомин, Р.И.Хасбулатов, Б.А.Хейфец, О.В.Хмыз.

Среди зарубежных исследований представлено довольно большое количество авторов, однако многие работы содержат только публицистические описания внешней стороны явления.

К работам, где дается анализ стратегий хедж-фондов, относится исследование Б.Биггса (Barton Biggs) и Д.Швагера (Jack D. Schwager). Макроэкономический анализ отрасли приводится в публикации Саймона Лэка (Simon A. Lack). О схожих тенденциях пишет Себастьян Малабай (Sebastian Mallaby). Детальное исследование работы практически каждой из представленных стратегий хедж-фондов в условиях т.н. посткризисного развития представлено в исследованиях Джона Винсента (John Vincent).

Отдельно следует выделить публикации Джеймса Рикардса (James Rickards) и Ричарда Дункана (Richard Duncan) про наступление новой эры международной монетарной системы и роли в этом процессе международных финансовых игроков, включая хедж-фонды. Гален Бургхардт (Galen Burghardt) и Брайан Воллс (Brian Walls) провели исследование, посвященное выстраиванию инвестиционного портфолио, исходя из разнообразия используемых хедж-фондами инструментов.

Вместе с тем, в свете уделяемого на Западе, в том числе в условиях ГФЭК, существенного внимания вопросам функционирования отрасли хедж-фондов, в ходе подготовки диссертации автором использовались научные разработки, монографии, доклады и статьи ряда зарубежных экономистов, исследовавших вопросы места и роли хедж-фондов в современной системе международных экономических отношений, а также их влияния на развитие мирохозяйственных связей. В их числе: Жак Аттали (Jacques Attali), Барбара Дрейфус (Dreyfuss Barbara), Уоррен Баффетт (Warren Edward Buffett), Филипп Коган (Coggan Philip), Петер Корнелиус (Cornelius Peter), Дуглас Камминг (Cumming Douglas), Кристина Ричардс (Christine S. Richard), Франц Лабитант (Francois-Serge Lhabitant), Стюарт Мак Край (Stuart A. McCrary), Фредерик Мишкин (Frederic S. Mishkin), Кармен Рейнхарт (Reinhart M. Carmen), Катлин Риттерейзер (Cathleen M. Rittereiser), Кеннет Рогофф (Rogoff S. Kenneth), Нуриэль Рубини (Nouriel Roubini), Роберт Шиллер (Shiller J. Robert), Джордж Сорос (George Soros), Джон Стерман (Stermann D. John), Давид Стowell (David Stowell), Даниель Стрэчман (Daniel A. Strachman), Мартин Вольф (Wolf Martin).

Важное место в настоящем исследовании отводится работам некоторых российских и зарубежных авторов, которых отличает системное видение развития

мировых финансов (включая вопросы глобальных финансовых институтов, офшоров и хедж-фондов). В их числе: Е.Ф.Авдокушин, А.И.Агеев, И.В.Андропова, Н.Э.Андропова, В.А.Бородин, А.С.Булатов, М.Г.Делягин, Э.П.Джагитян, А.Г.Дугин, А.А.Дынкин, Дидье Сорнетте (Didier Sornette), Дж.Стиглиц (Joseph Eugene Stiglitz), Ричард Дункан (Duncan Richard), Е.А.Звонова, В.Н.Зуев, Н.И.Иванова, В.Ю.Катасонов, Э.Г.Кочетов, П.Кругман (Paul Robin Krugman), А.В.Кузнецов, Я.Д.Лисоволик, Н.В.Лукиянович, В.Б.Минасян, Я.М.Миркин, А.В.Навой, В.В.Овчинников, М.Ротбард (Murray Newton Rothbard), С.Н.Сильвестров, Р.И.Хасбулатов, В.В.Цыганов, В.А.Щегорцов, Б.Эйхенгрин (Barry Eichengreen), У.Энгдаль (Frederick William Engdahl).

Недостатком современных публикаций по хедж-фондам является отсутствие системного подхода к анализу их деятельности на основе изучения и обобщения первичных материалов. Кроме того, крайне мало внимания уделено рискам от деятельности хедж-фондов для мировой экономики и международных финансов.

**Цель диссертационного исследования** состоит в выявлении и теоретико-методологическом обосновании особенностей развития глобальной отрасли хедж-фондов и ее влияния на трансформацию мирохозяйственных связей.

Для достижения данной цели исследования поставлены следующие **задачи**:

1. Расширить сложившиеся теоретические представления об особенностях деятельности хедж-фондов, их формах и механизмах в условиях финансовой глобализации.

2. Проанализировать динамику развития отрасли хедж-фондов в условиях трансформации мирохозяйственных связей.

3. Определить причины повышения роли хедж-фондов в мировой финансовой системе, проанализировать основные особенности расширения отрасли хедж-фондов в рамках развития мировой финансовой системы, в том числе в условиях глобального финансово-экономического кризиса и проведения ведущими центральными банками политики «количественного смягчения».

4. Выявить и проанализировать основные направления влияния деятельности хедж-фондов на трансформацию мирохозяйственных связей.

5. Определить возможные риски для мировой финансовой системы и участников международных финансово-экономических отношений от расширения глобальной отрасли хедж-фондов.

6. Раскрыть новые явления в развитии отрасли хедж-фондов в мировой экономике начала XXI века, в том числе в части эволюции самих хедж-фондов.

**Объектом исследования** являются хедж-фонды.

**Предметом исследования** диссертационной работы выступает система экономических отношений, раскрывающих влияние хедж-фондов на трансформацию мирохозяйственных связей.

**Методология и методы исследования.** Методологическую основу работы составляют аналитический, синтетический, историко-логический и системный подходы к изучению объекта исследования. Достижение указанной основной цели и решение поставленных в работе задач осуществляется с использованием теоретических и эмпирических методов научного познания: исторического и логического, статистического, сравнительного анализа, индукции и дедукции, абстрагирования и агрегирования.

**Соответствие Паспорту специальности.** Работа выполнена в рамках п. 8 «Эволюция мирохозяйственного механизма. Регулирование экономических процессов на национальном и международном уровнях. Международная координация экономической политики. Сохранение и трансформация экономического суверенитета» и п. 24 «Международная деятельность банков, инвестиционных и страховых компаний, пенсионных фондов и других финансовых институтов» Паспорта специальности 08.00.14 – Мировая экономика (экономические науки).

**Информационной базой** исследования послужили законодательные и нормативные акты, а также статистические данные аналитических органов стран мира (США, ЕС, Японии и др.), рабочие материалы, аналитические разработки и доклады банков и аудиторских компаний (Citibank, KPMG, Ernst&Young), а также международных организаций – Совета по финансовой стабильности, Банка международных расчетов, МВФ, Всемирного банка, ФРС США, ЕЦБ, Банка Англии, Банка Японии, Счетной палаты США, Еврокомиссии, Международной

организации комиссий по ценным бумагам, ОЭСР, Швейцарского технологического института (ETH Zurich), а также некоторых крупнейших офшорных юрисдикций. Важное место в исследовании занимают материалы научно-практических конференций, монографий и научных статей российских и зарубежных специалистов, а также ресурсы глобальной сети Интернет, включая базы данных многочисленных зарубежных информационных агентств, анализирующих деятельность хедж-фондов на глобальных финансовых рынках.

К числу используемых сведений относится база данных Thomson Reuters DataStream [350].

**Научная новизна** диссертационного исследования заключается в следующем:

1. Выявлены и систематизированы основные направления влияния отрасли хедж-фондов на трансформацию мирохозяйственных связей: «покушение» на экономический суверенитет ряда стран-должников и попытки оказывать давление на правительства этих стран; применение агрессивных стратегий, способных усиливать волатильность цен на активы, которые во многом определяют тренды современного экономического развития; лоббирование принятия решений на международном уровне, способствующих укреплению позиций хедж-фондов.

2. Раскрыта причинно-следственная связь между динамикой роста отрасли хедж-фондов, проведением политики «количественного смягчения» со стороны центральных банков развитых стран и изменением стратегий хедж-фондов, что привело к усилению их влияния на трансформацию мирохозяйственных связей.

3. На основе показателей «стоимостной меры риска» (Value at Risk, VaR) и «потерь при катастрофическом сценарии» (Expected Shortfall, ES) для всей отрасли хедж-фондов в 2014 г. и прогнозным данным на 2018 г. просчитаны риски для отрасли хедж-фондов. Обоснована возможность неконтролируемого усиления рисков для мировой экономики в случае возникновения цепочки банкротств хедж-фондов.

4. Выделены и проанализированы основные периоды развития глобальной отрасли хедж-фондов. Предложены трактовки понятия хедж-фонд на основе

отличительных характеристик и особенностей их деятельности, свойственных для каждого периода.

5. В целях оценки масштаба вовлеченности хедж-фондов в финансовые процессы, происходящие в мировой экономике и определения основных каналов воздействия хедж-фондов на трансформацию мирохозяйственных связей раскрыты особенности взаимодействия хедж-фондов с основными акторами мирового хозяйства.

Элементы научной новизны диссертационного исследования содержатся в следующих наиболее существенных **научных результатах, выносимых на защиту.**

1. На основе применения системной методологии и принципов системного подхода к изучению процесса трансформации мирохозяйственных связей и развитию мировой отрасли хедж-фондов расширено представление о степени влияния хедж-фондов на изменение мирохозяйственных связей. Показана причинно-следственная связь роста отрасли хедж-фондов, в том числе за счет поступающих в банковскую систему средств от монетарных стимулирующих программ ведущих центробанков мира (как ключевой антикризисной меры) и их перераспределения в значительной мере посредством деятельности финансовых рынков и их участников, в первую очередь, хедж-фондов. Проанализировано их влияние на трансформацию мирохозяйственных связей на примере таких форм международных экономических отношений как международная торговля и международное движение капитала. (С. 15-16; 23-26; 51-53; 60-73; 74-86)

2. Выдвинута идея о том, что происходит интенсивное сближение (конвергенция) отрасли хедж-фондов и институциональных инвесторов, среди которых пенсионные, суверенные, взаимные и прочие фонды. Хедж-фонды привлекательны для все большего числа инвесторов, поскольку хедж-фонды располагают командами высококвалифицированных аналитиков, способных разрабатывать стратегии, обеспечивающие получение сверхвысокой доходности. В этой связи многие банковские структуры и бывшие банковские сотрудники заинтересованы в формировании собственных небольших хедж-фондов (что показывает проведенный анализ растущего количества фондов, активы под

управлением которых не превышают 100 млн долларов). На этом фоне происходит все более активное встраивание хедж-фондов в мировую финансовую систему, а соответственно и в мировое хозяйство. (С. 81-87; 108-114)

3. Дана оценка роста масштабов всей отрасли хедж-фондов, спрогнозировано ее развитие до 2018 г., показывающее практически двукратный рост активов под управлением хедж-фондов, что служит доказательством не только усиления роли хедж-фондов в мировой экономике, но и их влияния на процесс трансформации мирохозяйственных связей. (С. 117-120)

4. Раскрыты основные направления влияния хедж-фондов на трансформацию мирохозяйственных связей: применение хедж-фондами специфических стратегий по работе с долговыми обязательствами ряда стран в условиях кризисной ситуации, позволяющих извлекать доходы, исключительно за счет использования несовершенства законодательства в этой области (Аргентина, Греция, Украина); лоббирование в ходе разработки и согласования положений по заключению соглашения о создании Транстихоокеанского партнерства, потенциально меняющего мирохозяйственные связи в общемировом масштабе; влияние на процесс ценообразования на активы, торгуемые на товарно-сырьевых, фондовых биржах (сырьевые товары, гособлигации), в том числе путем проведения массовых спекулятивных атак; практику применения «событийных стратегий», предполагающих проникновение представителей хедж-фондов на значимые позиции в те компании, чью политику они хотят изменить; сближение отрасли хедж-фондов с институциональными инвесторами, повышение вследствие этого рисков для финансовой системы, в случае применения фондами агрессивных стратегий; создание предпосылок для обеспечения большей вовлеченности в финансирование проектов реального сектора экономики (Азиатский банк инфраструктурных инвестиций, Глобальный хаб инфраструктурных инвестиций и др.). (С. 87-116; 131-144)

5. На основе разработанных моделей «стоимостная мера риска» (VaR) и «потери при катастрофическом сценарии» (ES) доказан рост рисков от расширения отрасли хедж-фондов для всей мировой финансовой системы. Основываясь на расчетах, сделан вывод, что в случае возникновения очередной

волны финансовых кризисов – череды банкротств или наступления второй волны ГФЭК, масштаб потерь отрасли хедж-фондов оценивается в диапазоне от 224 до 519 млрд долларов в 2014 – 2015 гг. и 410 – 950 млрд долларов в 2018 г. Такие потери могут стать катализатором и мультипликатором цепочки банкротств зависимых друг от друга участников международных финансов, тем самым провоцируя еще большие кризисные потрясения и колоссальные потери, которые могут оказать масштабное негативное влияние на мирохозяйственные связи. (С. 117-124)

6. Доказано, что в стратегиях хедж-фондов (в результате ГФЭК) произошли значительные изменения: появилась большая гибкость в принятии решений, выросли показатели ликвидности (во время ГФЭК инвесторы хедж-фондов столкнулись со сложностью вывода денег из активов), повысилась прозрачность представления результатов деятельности. (С. 110-114).

7. Разработаны рекомендации по использованию возможностей хедж-фондов для развития реального сектора экономики – на основе офсетных сделок, проектного и инфраструктурного финансирования, модели «финансовый спектр», центра мониторинга финансовых угроз. (С. 131-144).

**Теоретическая значимость исследования** заключается в критическом осмыслении тенденций, перспектив и теоретических представлений о характере развития глобальной отрасли хедж-фондов в контексте оказываемого ею все большего влияния на трансформацию мирохозяйственных связей, а также раскрытии основных факторов, оказывающих такое влияние. Выносимые на защиту положения можно интерпретировать как дальнейшее развитие теоретических положений об эволюции мировой отрасли хедж-фондов и ее влиянии на изменение глобальных процессов в области международного движения капитала, международной торговли и финансовых рынков.

**Практическая значимость исследования.** Предложения и рекомендации диссертации могут быть использованы органами государственного регулирования финансового рынка, в процессе совершенствования отечественного профильного законодательства.

Самостоятельное практическое значение имеют следующие положения:

– проанализированный мировой опыт влияния хедж-фондов на трансформацию мирохозяйственных связей, в том числе в контексте рисков от их деятельности, может быть использован в целях совершенствования концепции экономической безопасности России (на уровне законодательной и исполнительной власти) и Стратегии национальной безопасности Российской Федерации;

– разработанная система взаимодействия хедж-фондов с основными участниками мирохозяйственных связей, а также проведенный анализ эволюции глобальной отрасли хедж-фондов, их стратегий и особенностей развития могут быть использованы в стратегиях инвестиционных компаний и других финансовых институтов, функционирующих на глобальных финансовых рынках, или планирующих на них выйти.

Материалы диссертационного исследования могут быть использованы в процессе преподавания таких учебных дисциплин как «Международные валютно-кредитные отношения», «Финансовые рынки», «Финансовая глобализация», «Рынок ценных бумаг зарубежных стран», спецкурсов по проблемам деятельности международных экономических организаций и хедж-фондов, включающих в себя изучение вопросов развития мировой экономики, международного бизнеса, международных финансов, особенно в части влияния хедж-фондов на мирохозяйственные связи. Результаты исследования используются в процессе преподавания учебных курсов «Мировая экономика», «Международные экономические отношения (продвинутый уровень)» и «Офшорный бизнес».

**Степень достоверности результатов исследования.** Достоверность положений, выводов и рекомендаций диссертации подтверждается их апробацией в установленном порядке, применением фундаментальных положений экономической теории, принципов системного и сравнительного подходов, статистических методов анализа, а также изучением широкого круга источников, монографий ведущих зарубежных и отечественных авторов по тематике диссертационного исследования.

**Апробация и внедрение результатов исследования.** Основные положения и результаты диссертационного исследования получили одобрение: на

XI Международной научно-практической конференции «Фундаментальные и прикладные исследования, разработка и применение высоких технологий в промышленности» (Санкт-Петербург, ФГБУН Институт оптики атмосферы им. В.Е. Зуева Сибирского отделения Российской академии наук, 27-29 апреля 2011 г.); на Международной конференции по вопросам многополярности (Москва, ФГБОУ ВПО «Московский государственный университет им. М.В. Ломоносова», Социологический факультет, 4 октября 2011 г.); на XXIV Международной научно-практической конференции «Актуальные вопросы экономических наук» (г. Новосибирск, ФГБОУ ВПО «Новосибирский государственный технический университет», 14 марта 2012 г.); на I Международной научно-практической конференции «Актуальные проблемы современной науки: свежий взгляд и новые подходы» (г. Йошкар-Ола, АНО «Приволжский научно-исследовательский центр», 25 мая 2012 г.); на Международном форуме Финансового университета «Экономическая политика России в условиях глобальной турбулентности» (Москва, ФГБОУ ВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», 24-26 ноября 2014 г.); на Открытом научном семинаре «Количественные методы в финансах» (Москва, Высшая школа финансов и менеджмента ФГБОУ ВО «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации», 21 мая 2015 г.).

Диссертационное исследование проведено в рамках исследований, проводимых Финансовым университетом по Общеуниверситетской комплексной теме «Устойчивое развитие России в условиях глобальных изменений» на период 2014-2018 гг. по межкафедральной подтеме «Развитие институтов регулирования внешнеэкономической сферы российской экономики под влиянием глобальных изменений».

Материалы диссертации используются в практической деятельности ФГНБУ «Российский институт стратегических исследований» (РИСИ), в частности в работе применяются результаты оценки влияния монетарной политики ведущих центральных банков мира на рост отрасли хедж-фондов, а также данные об основных направлениях воздействия хедж-фондов на трансформацию мирохозяйственных связей. Выводы и основные положения

диссертации используются в практической работе РИСИ и способствуют продвижению исследований в области мировой экономики и мировых финансов.

Материалы диссертации используются в практической деятельности ООО «ПАНГЕО КАПИТАЛ» для совершенствования системы мониторинга глобальных финансовых рынков на основе применения оценочных расчетов показателей Value at Risk (VaR) и Expected Shortfall в целях повышения эффективности работы компании. Выводы и основные положения диссертации используются в практической работе ООО «ПАНГЕО КАПИТАЛ» и способствуют повышению результативности инвестиционной деятельности компании на мировых финансовых рынках.

Результаты, полученные в ходе проведенного диссертационного исследования, используются кафедрой «Мировая экономика и международный бизнес» ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в преподавании учебных дисциплин «Мировая экономика», «Международные экономические отношения (продвинутый уровень)» и «Офшорный бизнес».

Внедрение результатов диссертационного исследования подтверждено соответствующими документами.

**Публикации.** По теме диссертационного исследования опубликованы 23 научные работы общим объемом 22,61 п.л. (авторский объем - 22,01 п.л.), в том числе 9 работ объемом 7,33 п.л. (авторский объем - 6,73 п.л.) опубликованы в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК Минобрнауки Российской Федерации.

**Структура диссертационной работы** обусловлена целью, задачами и логикой исследования и содержит введение, три главы, заключение, список литературы из 352 наименований, а также 4 приложения. Текст диссертации изложен на 205 страницах. В работе представлено 14 таблиц и 48 рисунков, включая схемы и графики.

## ГЛАВА 1 РОЛЬ ХЕДЖ-ФОНДОВ В МИРОВОЙ ЭКОНОМИКЕ

### 1.1 Теоретические основы функционирования хедж-фондов в условиях трансформации мирохозяйственных связей

За последние 25 лет глобальная отрасль хедж-фондов выросла в 81 раз с 38,91 млрд долларов в 1990 г. [240] до 3,171 трлн долларов по состоянию на май 2015 г. [260] Учитывая беспрецедентность темпов роста, можно выделить несколько периодов развития хедж-фондов.

**Первый (1949-1990 гг.)** – период накопления и концентрации финансовых технологий узкой группой разработчиков хедж-фондов. Начинается с момента появления первого хедж-фонда в 1949 г., который основал Альфред Уинслоу Джонс и опубликовал программную статью [278], обосновывающую революционную в то время мысль о совмещении длинных позиций по акциям с короткими в одном инвестиционном портфеле. Такие действия Джонс характеризовал как «использование спекулятивных инструментов в консервативных целях», что и в настоящее время объясняет содержательную сторону любого хедж-фонда. Слово «хедж» (англ. hedge – защита от риска) появилось в названии этих фондов из-за того, что короткая позиция защищала (хеджировала) портфель от падения рынка в целом. В результате в 1961-1965 гг. хедж-фонд Джонса стал самым успешным в мире по показателям доходности, обогнав взаимный фонд Fidelity Trend Fund.

**Второй (1990-2008 гг.)** – период выхода отрасли хедж-фондов на опережающие количественные показатели. Он разворачивается на фоне развития и расширения финансовых рынков. Импульс запуску такого процесса, помимо либерализации финансового законодательства, в том числе отмены ограничений, устанавливаемых законом Гласса-Стиголла, был дан за счет расширения глобальной экономической зоны свободного рынка через присоединение к ней государств бывшего СССР [175, с.14-24]. Таким образом,

кризисы перенакопления капитала задерживаются за счет включения в систему капитализма новых пространств для инвестирования, «поглощающих» излишки капитала [27, с.243]. За счет расширения пространства для капитализма [40, с.114-116] был обеспечен рост отрасли хедж-фондов.

Среди отечественных авторов, рассматривающих особенности развития отрасли хедж-фондов в первый и второй периоды заметное место занимает В.Котиков [85], показавший, что рост интереса к хедж-фондам и фондам хедж-фондов происходил за счет их гибкой инвестиционной политики, ограниченной клиентской базы и широкой географии, путем интернационализации финансовых операций. Все это сильно отличало данные фонды от наиболее распространенных в западных странах взаимных фондов. Так, в случае падения рынка, хедж-фонды продают активы, используя короткие продажи, тогда как менеджеры взаимных фондов могут ограничить свои убытки, уменьшая размер активов в портфеле до нуля. В.Здоровенин [66, с.31] указывает на пробуждение интереса массового инвестора к хедж-фондам на фоне стагнации традиционных рынков.

**Третий (с 2008 г. по настоящее время, 2015 г.)** – период глобального финансово-экономического кризиса, глобальной конвергенции отрасли хедж-фондов с прочими участниками мировой финансовой системы и роста влияния хедж-фондов на мировую экономику. Помимо количественного параметра, позволяющего говорить об увеличении значимости хедж-фондов для мировых финансов, данный период характеризуется ростом влияния хедж-фондов на трансформацию мирохозяйственных связей.

Начавшийся в 2008 г. глобальный финансово-экономический кризис, в условиях глобализации и роста сложности социально-технологических процессов в мире, можно считать точкой начала трансформации мировой финансовой системы. Причины кризиса носят финансовый характер (о чем пишут такие ученые как Р.Дункан [59, 241, 242], М.Ротбард [110, 111], У.Энгдаль [141], Ж.Аттали [29, 30]), однако благодаря усилению финансиализации мирохозяйственных связей и повышению степени связанности мировых экономик деятельностью транснациональных

хозяйствующих субъектов, включая хедж-фонды, этот кризис, имея один очаг возгорания, затронул весь мир. Об этом, основываясь на анализе финансовых кризисов за последние 800 лет, пишут К.Рейнхарт и К.Рогофф [313].

Ряд монетарных программ ведущих центральных банков мира (ФРС США, ЕЦБ, Банк Японии, Банк Англии), запущенных ими в качестве антикризисных мер, создали условия для расширения финансовых рынков (П.В.Захаров [64], В.Ю.Катасонов [72, 73, 76]). Введенные в 2012 г. в рамках реформирования финансового сектора закон Додда-Франка и правило Волкера должны были значительно очистить финансовый сектор США, вернув кредитные организации к осуществлению традиционных банковских операций, однако оставили ряд лазеек для хедж-фондов (Р.И.Хасбулатов [127, 128], Э.П.Джагитян [160], В.Н.Предченко [21]). Так, благодаря проведению программ «количественного смягчения» были созданы каналы финансовой подпитки хедж-фондов через ТНБ [298, 299].

Хедж-фонды – это закрытые активные инвестиционные фонды, ориентированные на получение абсолютной доходности при любых рыночных условиях. Их главной особенностью является то, что они оперируют большими объемами привлеченных денежных средств, при этом, обладая сильным аналитическим потенциалом, находят «узкие места» или несовершенства, как на финансовых рынках, так и у участников мирохозяйственных связей, из которых можно извлечь прибыль (В.П.Матвеев [20], Дж.Винсент [332], Г.Бургхардт и Б.Воллс [221]). Хедж-фонды – это не только инструменты инвестирования и хеджирования рисков. Характерной особенностью хедж-фондов третьего периода является практически не изученная на сегодняшний день способность этих финансовых институтов объединяться и совместными усилиями оказывать влияние на целые государства, отдельных хозяйствующих субъектов и формировать движение цен на рынках. При этом зачастую хедж-фонды обеспечивают повышенную эффективность своих действий за счет использования инсайдерской информации, путем их тесной связки с крупнейшими транснациональными банками мира. В лице хедж-фондов на

данный момент формируется устойчивый глобальный механизм, способный на подрыв суверенитета государства как субъекта мирохозяйственных связей.

Эти изменения происходят в условиях финансовой глобализации – качественно нового явления и процесса, характеризующего текущий этап интернационализации международной финансовой системы (ее институтов и связей), все более усложняющейся на основе современных информационно-коммуникационных технологий. Происходит усиление связей и взаимосвязей между финансовыми секторами национальных экономик, финансовыми центрами в системе мировой экономики, международными финансовыми учреждениями (Р.И.Хасбулатов [200], Е.А.Звонова, А.В.Кузнецов [164], Н.Э.Андропова [15]). Финансовая глобализация размывает границы мировой финансовой системы, как совокупности звеньев национальных финансовых систем, а также наднациональных (межгосударственных) организаций и учреждений, транснациональных банков, ТНК, участвующих в международном движении капитала и иных перемещениях финансовых ресурсов [201].

В условиях финансовой глобализации претерпевают изменения мирохозяйственные связи, которые подразумевают не только взаимодействие между государствами, но также между прочими транснациональными акторами (ТНК, ТНБ, хедж-фонды) внутри мировой финансовой системы и на международном финансовом рынке, как межнациональной финансово-экономической структуре, состоящей из взаимосвязанных и взаимопроникающих сегментов – валютного, кредитного, фондового, страхового. При этом невозможно четко раз и навсегда очертить границы между этими секторами: они подвижны и размыты в связи с тем, что финансовые инструменты, обращающиеся в одном секторе, перетекают в другой и обратно. Особенно показательными в этом плане стали производные финансовые инструменты (деривативы) [65, с.394]. Также нельзя ясно разграничить область деятельности хедж-фондов, потому как она напрямую зависит от используемых ими стратегий, которые охватывают весь международный финансовый рынок.

Если учитывать, что мирохозяйственные связи – это финансово-экономическое и торговое взаимодействие стран мира и различных

хозяйствующих субъектов между собой в частности и в своем единстве в целом, то хедж-фонды, выступая их неразрывным элементом, оказывают влияние на эти мирохозяйственные связи в области финансовых рынков, международного движения капитала и международной торговли.

Во-первых, влияние на мировые финансовые рынки отрасль хедж-фондов оказывает через обширную торговлю деривативами на ключевые, например, сырьевые товары, такие как нефть и золото. Высокий уровень волатильности на финансовых рынках с начала ГФЭК, а также особенно резкие изменения цен на нефть и прочие сырьевые товары влекут за собой необходимость корректировки широкого спектра стоимостных цепочек. Наиболее ярким примером здесь может выступать динамика изменения цен на нефть в 2008 и 2014 гг. для России (А.И.Агеев [148], Е.Л.Логинов, В.Филимонов [198]).

Во-вторых, отрасль хедж-фондов широко вовлечена в процесс международного движения капиталов. Так, хедж-фонды активно используют офшорные юрисдикции (Б.А.Хейфец [129], С.Б.Смитиенко [22]), а более 75 процентов всех фондов зарегистрированы на территории Каймановых островов [224]. Сильное воздействие, способное довести до дефолта, оказывается хедж-фондами на ряд стран, среди которых наиболее явно результат их работы проявляется в Аргентине, Греции, а также на Украине.

В-третьих, в области международной торговли фундаментальные изменения происходят в связи с созданием Транстихоокеанского партнерства (ТТП), объединяющего национальные рынки товаров и услуг, капиталов, финансовых ресурсов 12 государств – в единое финансово-экономическое пространство, как для свободного трансграничного движения капитала, так и заключения прочих контрактов, в чем заинтересованы лидеры отрасли хедж-фондов (В.М.Холодков [202], Я.Д.Лисоволик). При этом хедж-фонды активно выступали за заключение соглашения о создании ТТП.

В-четвертых, в настоящее время происходит так называемая глобальная конвергенция отрасли хедж-фондов с:

– ТНБ, как получателями помощи в рамках монетарных программ ведущих центробанков мира, таких как «количественное смягчение» (QE) [298].

В то же время хедж-фонды выступают элементом системы теневого банковского сектора (Shadow Banking System), регулярно обсуждаемого на заседаниях Совета по финансовой стабильности [253], то есть, по сути, являются нерегулируемым продолжением банковского сектора, частично выполняющим те задачи, которые не входят в компетенцию банков. Здесь же у хедж-фондов существует канал получения инсайдерской информации, носителем которой является банковский сектор.

– прочими институциональными инвесторами, которые в поисках лучшей доходности в условиях глобального финансово-экономического кризиса (а также из-за давления со стороны акционеров) все активнее обращаются к аналитическим командам хедж-фондов [299].

Таким образом, в результате «сращивания» различных инвесторов с хедж-фондами происходит искажение нормального развития финансово-экономических процессов, а также нарушение равновесия рынка. С одной стороны этот процесс способствует финансовой глобализации, продвигая процесс трансформации мирохозяйственных связей в сторону выработки единого мирового рынка капиталов, ценных бумаг, торговли. И что немаловажно, это происходит на фоне расширения отрасли хедж-фондов, с прогнозом значительного увеличения к 2018 г. Меняются не только локальные правила игры, финансово-экономические потоки и игроки, но происходит принципиальная трансформация всей системы – повышение сложности международных финансов, повышение финансовой глубины ведущих стран мира (Я.М.Миркин [96, 97], Б.Бернанке [215], А.Гринспен [48]).

С другой стороны, из-за роста активов под управлением у хедж-фондов повышаются риски для мировой экономики и создаются существенные предпосылки возникновения массовой распродажи активов и каскада банкротств, что также выносится в повестку дня Совета по финансовой стабильности [249]. Получается, что хедж-фонды не только влияют на текущую нестабильность, но также служат катализатором финансовых рисков в будущем (Д.Сорнетт [321], В.Б.Минасян [293], Дж.Рикардс [316]).

В этом же контексте негативным фактором для устойчивого развития выступает геополитическая и экономическая нестабильность, вызванная, в том числе санкциями ряда западных стран в отношении России (Н.В.Лукьянович [165], И.Н.Платонова [170]). В таких, по сути, новых условиях (ГФЭЖ, монетарные программы QE, санкции) для развития глобальной отрасли хедж-фондов происходит их адаптация, сменившаяся в настоящее время, по мнению некоторых авторов, с фазы «выживания» и «диверсификации» (во время ГФЭЖ) на период «оптимизации» (А.В.Иевлев [18], М.И.Кантолинский [19], Б.Биггс [36], Д.Швагер [320], С.Лэк [282]).

Однако на сегодняшний день практически нет литературы, изучающей особенности развития хедж-фондов в современных кризисных условиях, а также степень влияния глобальной отрасли хедж-фондов на трансформацию мирохозяйственных связей. В некоторых исследованиях показаны масштабы отрасли, способной оказывать воздействие на формирование финансовых пузырей, устраивать ценовые обвалы (Б.Дрейфус [54], С.Малабай [290]). Нет исследований участия хедж-фондов в извлечении прибыли на дефолте Аргентины и преддефолтном состоянии Украины, массовых спекулятивных атаках на греческие активы. Тогда как хедж-фонды вносят прецедент, способствующий утрате легитимности таких международных механизмов как реструктуризация госдолга (Аргентина, Украина) и финансирование госдолга посредством выпуска гособлигаций (Греция). Таким образом, нарушается порядок регулирования мирохозяйственных связей МВФ, как гарантом финансовой стабильности государств мира [24]. У стран также нет рычагов воздействия на ситуацию, в то время как под угрозой оказывается их суверенитет. Происходит подрыв государства как субъекта мирохозяйственных связей.

В контексте роли хедж-фондов в процессе ценообразования важное место занимает финансовая психология, на которой зачастую строится тактика некоторых хедж-фондов. Этот аспект изучения особенностей работы хедж-фондов, как участников спекулятивной деятельности, важно учитывать при анализе сильных ценовых движений, например, таких как падение цены на

нефть марки Brent (2008, 2014 гг.). Главным здесь выступает сам принцип работы финансовых рынков, который используется хедж-фондами для достижения выгодных им результатов, как при событийных стратегиях, так и при стратегиях, предполагающих проникновение в компании (Е.В.Чиркова [135, 136], Р.Шиллер [322], Дж.Акерлоф [28], В.В.Цыганов и В.А.Бородин [132, 133, 134], С.Н.Бухарин [39], Т.Бернхем [35]).

Понимание принципов работы и роли хедж-фондов в современных условиях также не однозначно. Серьезные, однако, ориентированные на конъюнктурные события, исследования развития деятельности хедж-фондов приводятся преимущественно в специальных докладах крупных банков, таких как Goldman Sachs, Citigroup, Deutsche Bank, JPMorgan Chase и др. В этом контексте обращает на себя внимание такое формирующееся направление влияния хедж-фондов на трансформацию мирохозяйственных связей, как подготовка условий для постепенной переориентации ведущих игроков финансовых рынков (включая хедж-фонды) со спекулятивной деятельности в сегмент реального сектора экономики. Происходит это за счет запуска Азиатского банка инфраструктурных инвестиций, Глобального хаба инфраструктурных инвестиций и прочих международных инициатив, подразумевающих привлечение к проектам различных профессиональных участников финансовых рынков [208].

Важное место при изучении аспекта возможного перевода спекулятивной деятельности хедж-фондов в русло развития реального сектора экономики занимают вопросы, связанные с проектным финансированием (А.Л. Смирнов [177, 178], И.И.Родионов [107, 179], А.В.Улюкаев [122], Р.Э.Лукас [92]). Именно целенаправленное финансирование системообразующих государственных и частных инициатив и проектов способно обеспечить импульс повышению темпов экономического роста, что ставится одним из первых приоритетов на всех ежегодных саммитах «группы двадцати», начиная с 2008 г.

В исследованиях отсутствует также соответствующее современным особенностям развития мировой экономики и мировых финансов определение понятия хедж-фонд, которое бы отражало актуальную многофакторную

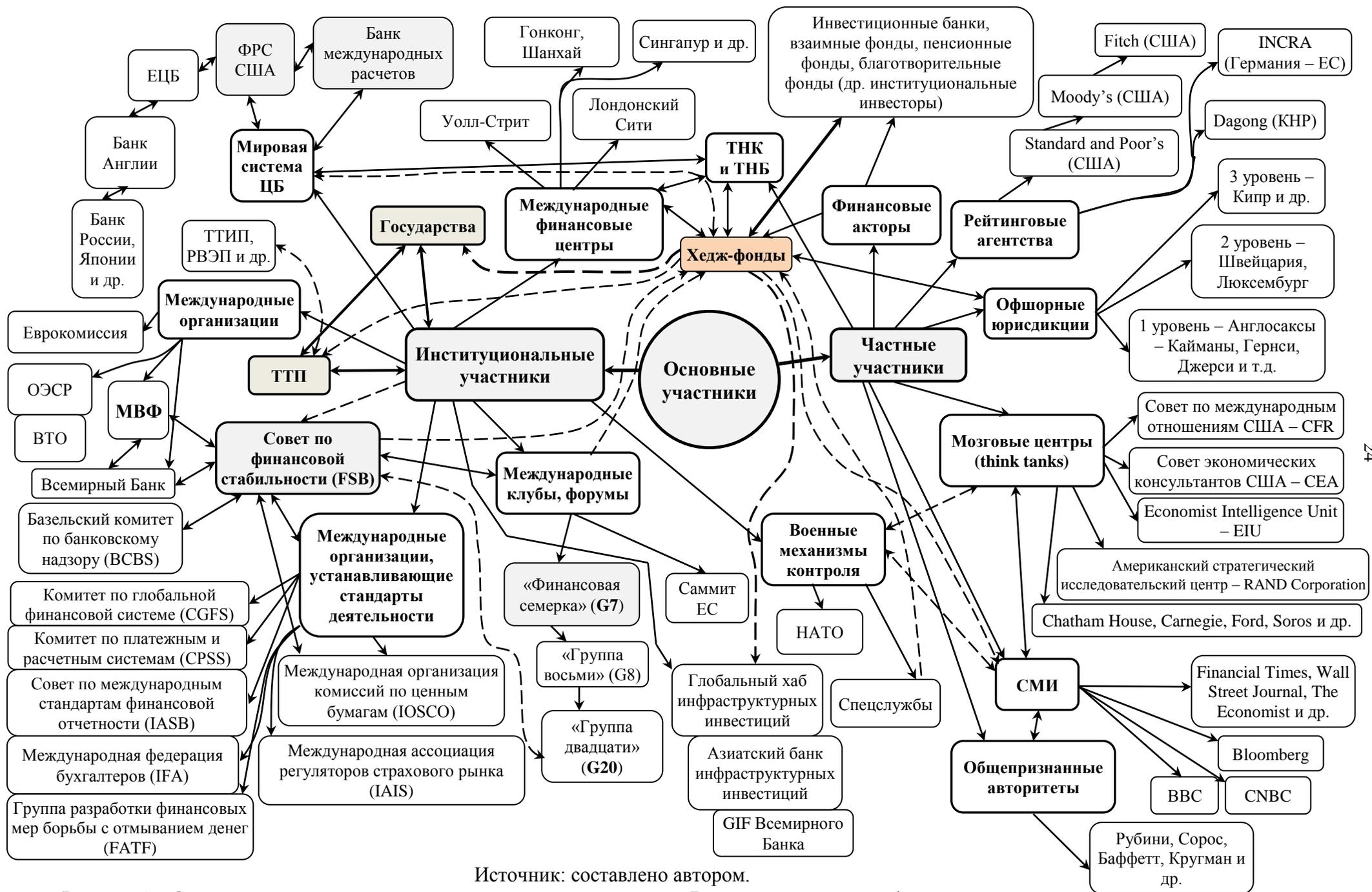
содержательную часть его деятельности. Особого внимания заслуживает комплексное изучение процесса становления мировой отрасли хедж-фондов с момента количественного расширения (второй период) до перехода к кризисному и посткризисному развитию (третий период), учитывающему изменения в мировой финансовой системе и влияние хедж-фондов на трансформацию мирохозяйственных связей.

## 1.2 Хедж-фонды в системе мирохозяйственных связей в современных кризисных условиях

В мировой экономике и международных финансах существует множество самостоятельных и независимых друг от друга участников, исследованием деятельности которых занимается большое количество авторов. Субъектов мирохозяйственной деятельности объединяют принципы, на которых строится работа – экономический либерализм (свободный рынок и сведение к минимуму роли государства в управлении хозяйством), английская система финансового права, демократия и конкуренция.

Основываясь на инструментах анализа, синтеза, а также междисциплинарном подходе, можно представить участников мирохозяйственных связей в качестве единого цельного механизма. Мировая финансовая система, также как и современная система мирохозяйственных связей – очень сложный порядок взаимодействия и взаимной организации международных и национальных институтов – как это показано на рисунке 1.

Анализ системы мирохозяйственных связей выявил ряд закономерностей развития. Глобальная международная сеть участников состоит из различных групп, среди которых, прежде всего, можно выделить институциональных акторов – международные организации, клубы и форумы, государственные институты, центральные банки, финансовые центры, офшорные юрисдикции. И частных игроков – широкий спектр образований бизнес-сообщества: банки, фонды, фирмы и т.д.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1 – Основные участники системы мирохозяйственных связей. Взаимодействие хедж-фондов с участниками

Хедж-фонды являются неразрывным элементом приведенной схемы. Они взаимодействуют со многими ее элементами, все больше интегрируются в систему мирохозяйственных связей. К ним относятся:

1) Транснациональные банки (ТНБ), поскольку, во-первых, зачастую хедж-фонды принадлежат им или входят в финансовые холдинги, также выступающие их владельцами. Во-вторых, являясь частью теневого банковского сектора, хедж-фонды формируют продолжение банковского сектора, выполняющего операции, не подпадающие под его компетенцию;

2) Центральные банки (ЦБ), которые, с одной стороны, не могут регулировать отрасль хедж-фондов, но с другой стороны, косвенно выступают каналами финансовой подпитки этих фондов посредством их монетарных программ (QE);

3) Государства, как объекты их деятельности (Аргентина, Греция, Украина);

4) Транстихоокеанское партнерство, как возможность расширения зоны беспрепятственной работы хедж-фондов, включающей 12 стран мира;

5) Прочие институциональные инвесторы, активно взаимодействующие с хедж-фондами, особенно пенсионные фонды;

6) Офшоры, как площадки, через которые действуют хедж-фонды;

7) СМИ, используемые хедж-фондами, в случае применения ими стратегий по проникновению в компании, с целью проведения информационной кампании против объекта их интереса. В то же время здесь используется финансовая психология, реакция рынков на те или иные события;

8) Глобальный хаб инфраструктурных инвестиций, Азиатский банк инфраструктурных инвестиций и др. международные инициативы, планирующие привлечь инвестиционные возможности хедж-фондов;

9) Совет по финансовой стабильности, отслеживающий деятельность хедж-фондов в контексте раскрытия информации по теневому банковскому сектору (Global Shadow Banking Reports);

10) Спецслужбы – обмен кадрами [317] и информацией;

11) Ежегодные саммиты «группы семи» и «группы двадцати», на которых периодически поднимаются вопросы о регулировании деятельности хедж-фондов. В настоящее время эта проблематика передана в компетенцию Совета по финансовой стабильности.

Основной предполагаемой целью представленной системы является возможность с ее помощью решать определенные задачи. Так, через отдельные элементы системы – рейтинговые агентства, хедж-фонды – может быть оказано прямое влияние на цену определенного актива (стоимость акций предприятия), вплоть до нарушения финансовой стабильности и экономической безопасности целых государств. В частности, хедж-фонды обладают необходимым инструментарием и возможностями для целенаправленного воздействия на цену актива (обычно это акции), с целью извлечения дополнительной прибыли от возникшей волатильности.

Рассматривая процесс ценообразования в глобальном масштабе, можно увидеть, что мировые цены на сырье (особенно углеводороды и драгоценные металлы) подвержены значительным колебаниям [211]. Это является результатом возрастающего отрыва реальной экономики от сферы финансов [284]. Классическое определение цены, возникающей на основе соотношения спроса и предложения, в таких условиях не работает. Как показывает опыт последних нескольких лет, сильное давление на ценовую конъюнктуру оказывается со стороны реализуемых центробанками ведущих стран мира программ монетарного стимулирования (т.н. «количественные смягчения», которые необоснованно (без создания реальной добавленной стоимости) увеличивают количество денег в обращении) и спекулянтов, активно работающих на мировых финансовых рынках.

Наиболее яркий пример этого – обрушение в 4,5 раза цен на нефть в начале глобального финансово-экономического кризиса (с отметки 145,29 долларов за баррель 3 июля 2008 г. до 33,87 долларов за баррель 19 декабря 2008 г.). Объяснение указанного феномена различными экспертами сводилось к снижению реального спроса на товар. Однако даже временной лаг влияния изменения цен на финансовых рынках на реальный сектор экономики

составляет от 2-х до 6-ти месяцев. В действительности, это событие можно объяснить перетоком спекулятивных денег из актива (в нашем случае нефти) в другие, более стабильные, например, золото, американский доллар, номинированные в нем казначейские обязательства США и прочие.

Другой случай наблюдался 20 мая 2013 г. На рисунке 2 показано, как хедж-фонды и крупные банки ровно за 6 минут обвалили цену серебра на 9.8 процента. Это падение стало самым значительным за всю историю электронных торгов серебром на фьючерсном рынке.



Источник: Сайт ProFinance Service. – Режим доступа:  
<http://www.forexpf.ru/chart/silver/> (дата обращения 21.05.2013).

Рисунок 2 – Изменение цены серебра 20 мая 2013 г.

Это только один пример работы приведенной выше схемы. Взаимодействие ее элементов и возможности оказания воздействия на ту или иную сферу политической, экономической, финансовой, социальной жизни пока изучены недостаточно детально, однако представляют огромный интерес для дальнейшего исследования.

Хедж-фонды постоянно совершенствуют свои навыки и тактики, выискивая уязвимые элементы финансовых рынков, финансовой системы, корпораций, даже стран и используя их в целях извлечения дополнительной прибыли.

Несмотря на то, что их деятельность относится к теневой экономике (в докладах Совета по финансовой стабильности хедж-фонды принадлежат к сегменту теневого банковского сектора – Shadow Banking System) [253] и в значительной степени является закрытой, она постоянно эволюционирует и оказывает влияние на формирование ключевых тенденций развития глобальных финансово-экономических процессов. К ним в первую очередь следует отнести санкционную войну Запада против России, формирование финансовых пузырей, монетарную политику ЦБ ведущих стран мира и т.д. Одним из самых показательных публичных примеров деструктивной влиятельности хедж-фондов может считаться ситуация вокруг дефолта Аргентины, которая наравне с дрящимся глобальным финансово-экономическим кризисом поддерживает целую совокупность кризисов. Ключевой особенностью современного этапа развития является то, что кризисы накладываются друг на друга.

Кризис (др.-греч. κρίσις – решение, поворотный пункт) – переворот, пора переходного состояния, перелом, состояние, при котором существующие средства достижения целей становятся неадекватными, в результате чего возникают непредсказуемые ситуации и проблемы.

Повышенной концентрацией кризисов характеризуется современное развитие. В то же время кризис дает возможность обновления и улучшения всей системы – мировой финансовой системы, системы мирохозяйственных связей. Хедж-фонды здесь выступают связующим элементом, все плотнее встраиваясь в систему мирохозяйственных связей. Этим объясняется важность понимания кризисного аспекта текущего развития событий в мировой экономике.

Текущий момент времени характеризуется не только накоплением количества, но и изменением качества кризисов. Давосский экономический форум ежегодно публикует доклад «Global Risks Report», в котором приводит ключевые риски развитию человечества [254]. Из года в год их число растет. В

докладе на 2014 год давосские эксперты зафиксировали уже 31 риск мировому развитию. Они приведены в таблице 1.

Таблица 1 – Глобальные риски 2014

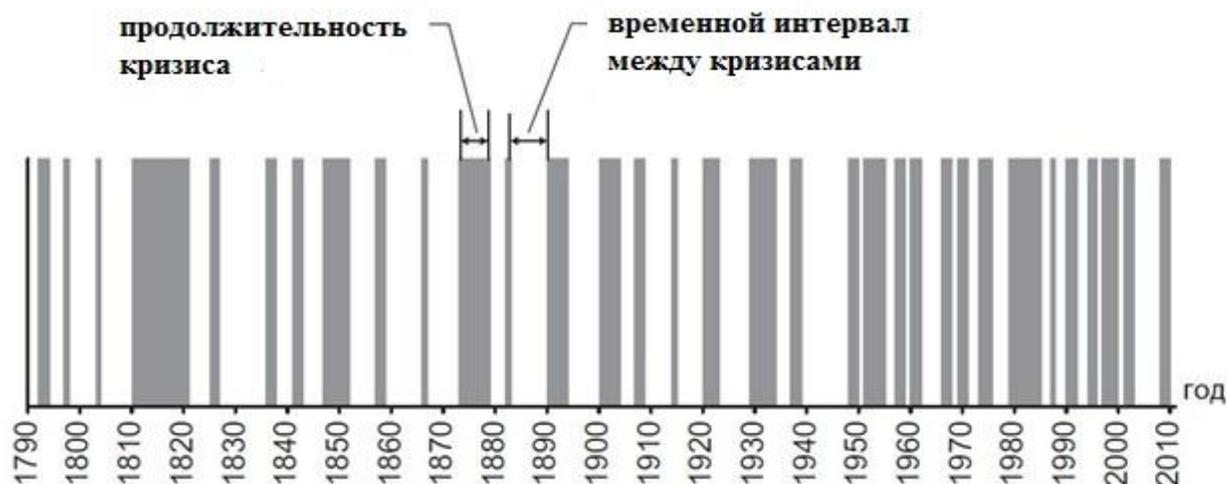
экономические	Фискальные кризисы в ведущих экономиках мира
	Сбой в основных финансовых механизмах или институтах
	Кризис ликвидности
	Структурно высокая безработица или частичная занятость
	Резкое падение или увеличение цен на нефть
	Сбои в работе системно значимой инфраструктуры
	Уменьшение значения роли доллара как главной глобальной валюты
природные	Экстремальные погодные проявления – наводнения, штормы, пожары и др.
	Экстремальные природные проявления – землетрясения, цунами, извержения вулканов, геомагнитные штормы и др.
	Бедствия, вызванные действиями людей – разливы нефти, ядерные катастрофы и др.
	Кризис экосистемы и массовое вымирание редких видов живых организмов
	Дефицит воды
	Угрозы, связанные с глобальным потеплением и изменением климата
геополитические	Кризис глобального управления
	Нестабильная ситуация в странах высокой геополитической значимости
	Усиление коррупции
	Значительное распространение преступности и нелегальной торговли
	Крупные и масштабные теракты
	Создание и совершенствование ОМУ
	Межгосударственные конфликты с большим количеством жертв, влекущие региональные последствия
	Ужесточение конфликтов, спровоцированных борьбой за национализацию ресурсов или других экономических объектов
социальные	Продовольственный кризис
	Эпидемии мирового масштаба
	Неуправляемый рост смертности, связанный с хроническими заболеваниями
	Значительное расслоение граждан в зависимости от доходов
	Бактерии, невосприимчивые к антибиотикам
	Неконтролируемая урбанизация (например, нежизнеспособная инфраструктура и снабженческие цепочки)
	Серьезная нестабильность политического и социального характера

## Продолжение таблицы 1

<b>ТЕХНОЛОГИЧЕСКИЕ</b>	Перебои в критически важной информационной инфраструктуре, всемирной и внутренних сетях
	Увеличение количества кибер-атак
	Массированная утечка сведений

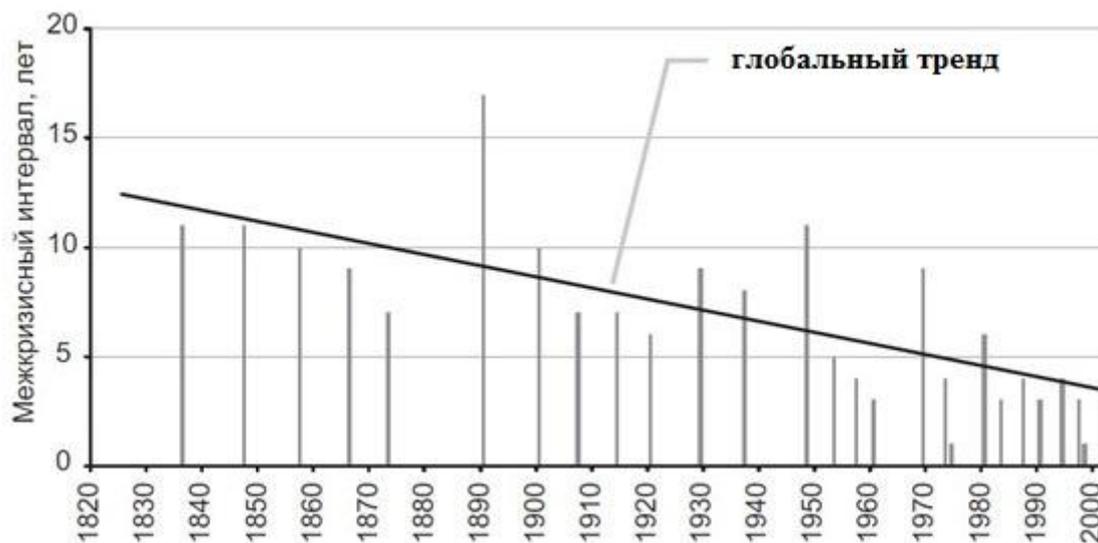
Источник: Доклад Давосского форума Global Risks Report 2014 [254].

По данным исследования специалистов МВФ [312, 283], финансово-экономические кризисы участились за последние несколько десятилетий, как это показано на рисунке 3 и 4.



Источник: составлено автором по информации IMF Working Papers [312, 283].

Рисунок 3 – Существенные финансово-экономические кризисы



Источник: составлено автором по информации IMF Working Papers [312, 283].

Рисунок 4 – Общий на протяжении истории кризисов нисходящий тренд межкризисных интервалов

В обозримом будущем стремление развитых стран (из G7) закрепить глобальное доминирование, а интенсивно развивающихся государств (группа БРИКС) – занять весомые позиции в транснациональных финансово-экономических организациях, может привести к столкновению этих двух цивилизационных полюсов – о чем предупреждал геополитик из США С.Хантингтон [126].

Растущая отрасль хедж-фондов оказывает воздействие на трансформацию мирохозяйственных связей не только в условиях кризисогенности мирового развития, но в большей степени на фоне глобализации экономики.

Экономическая глобализация – масштабное увеличение мировых экономических связей с учетом принципов свободного рынка. Ключевая идея глобализации – распространение культуры, экономических, политических и научных принципов цивилизации Запада на остальной мир [55, 56, 57, 58, 132]. Глобализация, в первую очередь, направлена на усиление устойчивости цивилизации, так как увеличивается процент общецивилизационных факторов, поддающихся управлению и контролю. Однако вместе с тем она приводит к росту неустойчивости всей системы за счет ее усложнения, усиления динамики. Система утрачивает линейный характер и чаще подвергается кризисам [144]. С

углублением внутреннего неравновесия *система становится чрезвычайно чувствительной к внешнему и внутреннему влиянию* [53].

Среди ключевых особенностей экономической глобализации выделяется доминирующая роль доллара как глобальной расчетной единицы [141, 70, 71]. Усугубляющийся кризис мировой валютно-финансовой системы является закономерным итогом применяющегося американцами механизма денежной эмиссии [47]. Это подтверждают данные о совокупных объемах монетарных программ Федеральной резервной системы в период с 2008 по 2015 г., проанализированных в §2.1. Соединенные Штаты Америки, Евросоюз и Япония обладают возможностью взаимной коррекции курсов своих национальных валют с целью их удерживания в равновесном состоянии, пока их валюты преобладают в международном торгово-экономическом обмене, а сами страны являются выгодоприобретателями от владения высокими технологиями [51]. Данный процесс размывается опережающим ростом веса быстро развивающихся государств. Отдельные эксперты считают, что последние 15 лет США использовались жесткие меры военного и политического давления для сохранения зависимости этих государств от доллара [100, 105].

Внешнеполитическая доктрина и ВЭД США базируется на следующих фундаментальных направлениях:

1. *Система сдерживания и подавления конкурентов.* Недопущение усиления экономической, политической и военной мощи ключевых конкурентов в лице Китая, ЕС и России.

2. *Формирование центра притяжения финансового капитала.* Сохранение резервного статуса американской валюты. Защита и обеспечение влияния финансовой системы США на всех континентах. Поддержание образа привлекательного места для инвестирования финансового капитала.

3. *Формирование центра притяжения людских ресурсов.* Привлечение в США наиболее квалифицированных мировых специалистов. Поддержание образа Соединенных Штатов, как лучшего места для жизни, где человек сможет раскрыть свой потенциал. Данный образ поддерживается посредством кино, телевидения, СМИ [135, 136].

4. *Контролирование физических ресурсов.* Только контроля над финансовой системой мало. Для создания конкурентного преимущества жизненно необходимо управлять ключевыми товарными потоками, с целью не просто оказывать влияние на процесс ценообразования, но также приобретать выгоду от распределения товарных потоков. За счет либерализации систематически снимались барьеры во всем мире (государствами «финансовой семерки» [132]), которые давали возможность контролировать потоки денег и товаров, пересекающие границы [133, 134].

В целом, на данный момент сформировалась система циркуляции, позволяющая перекачивать капитал на глобальные финансовые рынки и в международные финансовые организации, а после переводить его на периферию [132]. Она обеспечила стремительное развитие мировых финансовых рынков и ТНК. Их капиталы с 1985 г. выросли в десять раз, в то время как мировой ВВП увеличился всего втрое.

Таким образом, формируется механизм эффективного существования Центра за счет периферии. Дж. Сорос отмечает: *«Несмотря на экстерриториальность системы мирового капитализма, она делится на центр и периферию»* [115]. К первой категории относится большинство финансовых центров (Нью-Йорк, Лондон и др.) – узловых хабов, где пересекаются финансовые потоки (глобальные центры капитала – ГЦК). На этом уровне ведется деятельность крупнейших банков, хедж-фондов и страховых компаний. Именно ГЦК выделяет капитал для периферии, которая затем его использует. Вероятные сбои зависят от способа предоставления капитала. В случае кредитования возможно наступление банкротства и банковского кризиса. Если речь идет об акциях, то может последовать биржевой кризис. Механизм функционирования работает в пользу самых информированных участников центра, к ним, в том числе, относятся транснациональные банки и хедж-фонды.

Ситуация, когда финансовые рынки государства периферии абсолютно открыты и подвергаются случайным факторам мировых рынков, способна спровоцировать неустойчивость, с которой политическая система данной страны не справится. Исходя из этого, контроль над капиталом более

предпочтителен, чем нестабильность, даже при условии, что такая политика не будет идеальной [115, с.262].

Более 15 лет назад возник ряд точек потенциального накопления капитала: Юго-Восточная Азия, КНР, Россия, государства СНГ и ЕС. Несмотря на то, что в арабских нефтедобывающих странах сконцентрированы существенные финансовые средства, они по-прежнему интегрированы в финансовую систему Соединенных Штатов. При условии сохранения кризисной ситуации на Ближнем Востоке и в Северной Африке («арабская весна», Ливия, Афганистан, Ирак, Сирия, «Исламское государство» и др.) государства данного региона останутся подконтрольными системе ГЦК.

КНР, в частности, задействует свои финансовые центры – Гонконг и Шанхай в целях апробации различных моделей и финансовых инноваций, касающихся превращения юаня в свободно конвертируемую валюту, и в дальнейшем включения экономики «Поднебесной» в глобальную финансовую систему. Однако ситуация с обвалом финансового рынка в КНР в 2015 году показывает, что процесс интеграции Китая в мировую финансовую систему проходит не так гладко. Помимо всего прочего одна только безработица составляет более 100 млн человек [99], а по другим оценкам 200 млн [33]. В целом, китайская экономика зависит от экспорта в Соединенные Штаты. Государства Юго-Восточной Азии претерпели разрушительный кризис в период с 1997 по 1998 г., разразившийся из-за нестабильности финансовых рынков.

Ведущими участниками ГЦК выступают крупнейшие ЦБ мира. К ним относятся Федеральная резервная система США, Европейский центральный банк, Банк Англии, Банк Японии [111, 73].

Чтобы разобраться в процессе влияния хедж-фондов на трансформацию мирохозяйственных связей необходимо всесторонне исследовать причины глобального финансово-экономического кризиса. Потому как именно ГФЭК сделал реальностью те условия, в которых сегодня эволюционирует мировая отрасль хедж-фондов. Именно ГФЭК позволяет говорить о самостоятельности третьего этапа развития хедж-фондов.

ГФЭК, который полномасштабно начался в 2008 г. можно охарактеризовать не только как кризис экономики и финансов, но и как глубокий системный кризис. На период с 2008 по 2009 г. выпала его острая фаза. Сегодня кризис продолжается, но он приобрел новые формы, включая острые дисбалансы. Его основная особенность – *сетевой принцип*, то есть наличие более одного очага возгорания (по сравнению с периодом с 2007 по 2009 г., когда «сдувался» «пузырь» на ипотечном рынке США).

Самым оптимальным видится классифицировать причины кризиса на несколько порядков, в зависимости от степени фундаментальности. Начнем с наиболее очевидных.

**Причина первого порядка** заключается в обвале финансовой пирамиды на американском ипотечном рынке (по разным оценкам, объем кредитов на пике составил около 20 трлн долларов), который был спровоцирован изменением ставки рефинансирования Федеральной резервной системой. В 2001 – 2004 гг. ФРС постепенно снизила кредитную ставку на 5,5 процентов, доведя ее до 1 процента. Одновременно происходит кредитный бум, следствием которого становится скупка недвижимости и массовое предоставление ипотечных кредитов с «плавающей» процентной ставкой (зависит от ставки рефинансирования ФРС). Сокращение учетной ставки в значительной степени было связано с политикой Дж. Буша по снижению налогов.

Банкротство Lehman Brothers, одного из самых крупных и старейших банков США (он просуществовал 158 лет) в результате отказа регулятора выделить необходимые средства стало «спусковым крючком» для запуска цепной реакции и обвала ипотечного пузыря. Вероятно, финансовые власти США имели сведения о возможном обрушении ипотечной пирамиды, однако с целью не допустить развития ситуации до масштабов еще большей катастрофы, они воспользовались случаем банка для быстрого разрешения проблемы [269].

Но условия для значительного увеличения финансовых спекуляций были сформированы намного раньше – после почти 30-ти летнего дерегулирования американских финансовых рынков. Речь идет о том, что в 1980 г. Конгресс Соединенных Штатов принял закон о дерегулировании депозитных институтов

и денежно-кредитном контроле (DIGMA [235]). Данный закон утверждался в обстановке, когда США за счет высоких процентных ставок стимулировали финансовые организации выпускать огромное количество конкурирующих друг с другом финансовых инструментов для привлечения средств. Положениями закона DIGMA предусматривалось, в числе прочего: упрощение условий кредитования, зависимость предельных ставок ссудного процента от ставок Федеральной резервной системы США, устранение в течение шести лет потолков процентных ставок и ключевое – предоставление ссудно-сберегательным организациям права наращивать свои кредитные возможности и инвестировать до 20 процентов активов в потребительские ссуды, коммерческие бумаги и облигации корпораций [128, с.140-141]. По-сути была запущена бомба замедленного действия.

Кроме того, можно выделить **причины второго порядка**. Прежде всего, к ним относится *существенная разница в мотивации и поведении наемных менеджеров и собственников*: первые рискуют чужими деньгами, и они не должны переживать за репутацию и авторитет компании в той мере, как собственники [47, с.59]. Это хорошо иллюстрирует пример двух биржевых трейдеров Брайана Хантера (Amaranth Advisors) и Джона Арнольда (после банкротства в 2002 г. Enron он основал свой собственный хедж-фонд Centaurus), торговая деятельность которых на рынке природного газа привела к банкротству целой группы компаний и значимым финансовым потерям [54].

В 1980 г., по мнению экспертов издания «Business Week», доходы членов руководства крупных фирм в 45 раз превышали зарплату простых сотрудников. К 1995 г. эта разница составила 160 раз, а в 1997 г. достигла значения 305 раз. Руководители хотели поддерживать свое благосостояние, и достигли желаемой цели в 2000 г., в то время, как в действительности прибыли компаний не увеличивались, исполнительные директора получали в 458 раз больше обычных сотрудников [89, с.145]. Существенным недостатком является то, что выплата больших премий производится для создания иллюзии успеха. Система программирует шаги банкиров и менеджеров. Снижается заинтересованность в проектах, не гарантирующих результата в сжатые сроки [281].

Во-вторых, к этой категории можно отнести некомпетентную или преднамеренную (по договоренности с ТНБ) оценочно-аналитическую деятельность рейтинговых агентств, например Standard&Poor's, Moody's, Fitch, American Enterprise Institute и т.д. Они, независимо от поступающих к ним данных, поддерживали максимальный рейтинг надежности (AAA) ключевых, но системно проблемных институтов. В частности, Fannie Mae и Freddie Mac, служивших мультипликаторами ипотечных деривативов.

*Причины третьего порядка* можно разделить на две подкатегории. К первой относится сложность и непрозрачность финансовых инструментов, которая, в совокупности с их значительным размером, приводит к разрыву между финансовой сферой и производством, то есть реальным сектором экономики. Размер финансовой сферы до начала глобального финансово-экономического кризиса достиг беспрецедентных размеров. Оборот биржевых деривативов (только фьючерсов и опционов), по оценкам Банка международных расчетов, непосредственно перед началом ГФЭК составил 2,25 квадриллиона (2250 триллионов) долларов при номинальной стоимости базовых активов, покрываемых контрактами, порядка 100 трлн долларов [217, р.137]. С наступлением кризиса показатели снизились до 1,65 квадриллиона долларов в 2009 г. [218, р.126], а в середине 2015 г. приблизились к предкризисной отметке и составили около 2 квадриллионов долларов [216]. Что касается внебиржевых деривативов, то Банк международных расчетов оценивает их объем по номинальной стоимости в диапазоне от 550 до 700 трлн долларов [216]. При этом в реальности их объем может быть больше этих показателей. Аналитики российской финансовой компании Europe Finance [340] называют сумму около одного квадриллиона долларов. Для сравнения мировой ВВП составляет от 70 до 75 трлн долларов (в 1999 г. – 35 трлн долларов, а в 2008 г. – 65 трлн долларов.).

Триллионы долларов обслуживают сами себя, но в определенный момент отрыв финансов от реального сектора становится недопустимым. По разным оценкам в мире только 2-3 процента всех финансовых операций связано с материальным производством. В США, к примеру, реальный сектор экономики,

который действительно что-то производит, составляет 15-18 процентов экономики. Остальное – сфера услуг, в том числе банковская система, страхование, юридические услуги и прочее.

Существуют так называемые долговые часы (<http://www.usdebtclock.org>), которые в реальном времени наглядно показывают всю глубину проблем в американской экономике. Валютные и кредитные деривативы только в США оцениваются в 593 трлн долларов.

Согласно прогнозу профессора Я.М.Миркина, соотношение (в среднем по миру) биржевые деривативы/ВВП к 2020 г. вырастет до 200 – 220 процентов (в 2008 г. – 95), внебиржевые деривативы/ВВП – до 1900 – 2000 процентов (в 2008 г. – 899) [96, с.321].

Получается, что базисом современного экономического мироустройства все в большей степени выступает финансовая сфера. Нобелевский лауреат по экономике 2008 года Пол Кругман выделяет 7 факторов [89, с.60-64], которые создают финансовые рынки, среди них:

1. *недальновидность* (то есть не способность или не желание видеть последствия принимаемых решений);
2. *человеческая жадность*;
3. *вера в то, что другие – еще глупее* (имеется в виду знание или догадка об очевидных вещах, влияющих на курс, с надеждой оказаться умнее прочих и играть на этом до последнего момента);
4. *стадное чувство (охлократия – власть толпы)*;
5. *чрезмерная страсть к обобщениям* (в т.ч. притягивание фактов за уши, либо некорректное сравнение и обобщение);
6. *способность поддаваться тенденциям*;
7. *игра на чужие деньги* (то есть, то, что показано как причины второго порядка).

Согласно теории иррационального начала Роберта Шиллера и Джорджа Акерлофа [322, 28], психология восприятия человеком экономических процессов потворствует образованию финансовых пузырей. Ученые подчеркивают, что причины сильного движения рынков лежат в зоне

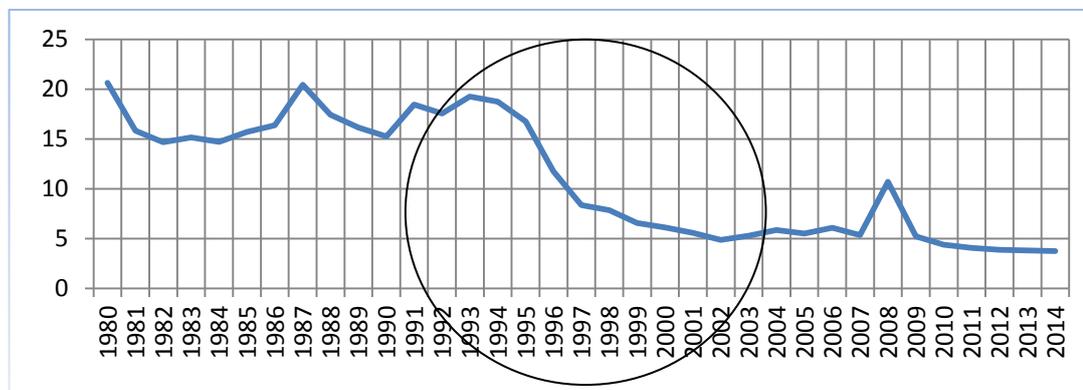
иррационального начала. Так, реальная стоимость американского фондового рынка с 1920 по 1929 г. выросла в 5 раз, после чего в 1929 – 1932 гг. вновь упала до исходного значения. С 1954 по 1973 г. этот показатель удвоился, потом рынок с 1973 по 1974 г. опустился до исходного значения. Между 1982 и 2000 г. реальная стоимость обращающихся на рынке бумаг увеличилась почти в 8 раз, после чего к 2008 г. уменьшилась вдвое [28, с.163]. Иначе как можно объяснить рост стоимости акций компании America Online в период с 1992 по 1999 годы в 925 раз.

Во-вторых, в годы послевоенного бума промышленного производства к 1970 году (по данным И.Валлерстайна этот период пришелся на 1945 – 1970 гг. [42, с.14-28]) объем напечатанных долларов в Соединенных Штатах превысил их способности обеспечить эту денежную массу золотом. После отмены золотого стандарта США получили право на дальнейшую неограниченную эмиссию валюты. Объем напечатанных средств стал расти многократно. Примечательно, что статистику по денежному агрегату М3 (фактически широкая денежная база) ФРС приводит только до марта 2006 года, после чего, со странной формулировкой «индикатор не играл никакой роли в монетарной политике на протяжении многих лет» [349] прекращает публикацию данных. Параллельно с процессом насыщения ликвидностью западных финансовых рынков постепенно стала разрастаться сфера производных финансовых инструментов – деривативов.

В США стал активно применяться инструмент кредитования (бум также пришелся на 70-80-е гг.), что позволило продолжить рост ориентированной на потребление промышленности. Параллельно с этим происходит развитие сферы рекламы [212, 213, 214], с целью активизации спроса со стороны населения.

Рынок сбыта продукции и денежной массы натолкнулся на территориальные пределы. Согласно исследованию ряда авторов, прекращение существования СССР отсрочило наступление ГФЭК. Если проанализировать статистику мировой инфляции, которую дает МВФ, то именно с 1991 года по 1999-2000 наблюдается ее существенное падение, буквально в несколько раз. Показанная на рисунке 5 тенденция объясняется, в том числе значительным

расширением пространства для обращения долларовой массы, а также открытием огромного рынка для распространения своей продукции и устаревших технологий, что дало толчок технологическому обновлению западных стран.



Источник: расчет автора по данным МВФ [Электронный ресурс] // Международный валютный фонд. – Режим доступа: <http://www.imf.org> (дата обращения 20.03.2014).

Рисунок 5 – Мировая инфляция в 1980-2014 гг., все страны мира, очищено от критических значений

### ***Причины четвертого порядка.***

Во-первых, это *цикличность развития* (чем больше цикл, тем сильнее его последствия) [103, 49]. В годы правления Б. Клинтона было подряд 120 месяцев экономического подъема. При Дж. Буше проводилась политика растягивания циклов. Когда наблюдается мощная хозяйственная активность, а финансовые спекуляции направлены только в сторону повышения, люди все больше начинают играть на бирже. Все больше людей покупают ценные бумаги, качество которых все более сомнительно. Теряется представление – что покупается, что на самом деле за этим стоит [35]. Здесь набирает силу синергетический закон сохранения рисков, который также справедлив для всей нынешней системы финансового капитализма, согласно которому постепенное накопление рисков системой, вне зависимости от их размера и качества, в конечном счете, рано или поздно приведет к крушению всей системы.

Во-вторых, главным в осознании причин кризиса является современное понимание *феномена денег* и их природы. Следствием погони за деньгами и

превращения их в самоцель становится постепенное расслоение сферы производственной и сферы финансовой. У Аристотеля это называется хремастикой (преумножение богатства). Те страны, которые сохраняют иммунитет к хремастике, в виде традиционных ценностей, в короткие сроки имеют возможность стать центрами тяготения капитала. Немецкий философ О.Шпенглер: *«деньги – это форма духовной энергии, представляющая собой в концентрированном виде волю к господству, политическую, социальную, техническую, умственную одаренность, страстное стремление к жизни высокого полета. Всеобщее почтение к деньгам – единственный обнадеживающий факт нашей цивилизации. Деньги и жизнь неразделимы... Деньги – это жизнь»* [137, с.652].

В целом анализ основных параметров кризисов позволяет выявить определенные особенности их протекания. Например, кризис 1825-1826 гг. считают первым в истории международным финансовым кризисом, кризис 1847-1851 гг. – первым мировым промышленным кризисом, а кризис 1973-1974 гг. – первым нефтяным кризисом. Однако, несмотря на столь различные характеристики, у кризисов наличествует единая природа. Всякий раз при реконструкции источников кризиса обнаруживается непомерно разросшаяся спекулятивная компонента экономики. В свою очередь сегодня хедж-фонды – это главные концентраторы этой спекулятивной компоненты, которой благодаря им «пропитывается» вся система мирохозяйственных связей.

### 1.3 Становление хедж-фондов в период 1949-2015 гг. и их современная характеристика

Хедж-фонды сегодня по своему содержанию сильно отличаются от инвестиционных институтов XX века. Постоянно нарастающая скорость изменения событий (за счет больших оборотов финансовых рынков, влияющих на многие процессы в экономике), ускорение развития финансовых технологий оказывают непосредственное влияние на эволюцию не только структуры, но и

выбор линии поведения, стратегии и набора используемых хедж-фондами инструментов. Одним из совершенно новых и не похожих на предыдущие экономические потрясения стал [313] начавшийся на рубеже 2007-2008 годов глобальный финансово-экономический кризис, который кардинальным образом изменяет не только характер работы финансовых рынков, но и динамику развития отрасли хедж-фондов.

Возникновение института хедж-фондов свидетельствует об эволюции мировых финансов. Именно в 1949 г. с появлением первого хедж-фонда произошел синтез «длинных» (в расчете на увеличение стоимости актива) и «коротких» (в расчете на то, что цена выбранного актива упадет) продаж, при одновременном активном использовании заемных средств (левереджа). Первый хедж-фонд, благополучно функционирующий и в настоящее время, основал Альфред Уинслоу Джонс (Alfred Winslow Jones, 1900-1989 гг.), редактор журнала «Fortune». В 1949 г. Джонс опубликовал программную статью [278], где описал новейшие на тот момент тенденции фондового рынка: использование графиков, элементов технического анализа и фондовых индексов при принятии инвестиционных решений. За два месяца до публикации Джонс основал инвестиционное партнерство, в организации которого четко прослеживаются основные черты современных хедж-фондов. Собственный капитал партнерства составил 100 000 долларов, из которых 40 000 долларов пришлось на личные средства Джонса.

Регистрация компании в виде общества с неограниченной ответственностью (general partnership) позволила обойти требования акта «Об инвестиционных компаниях» от 1940 г. [276], ограничивающего кредитование под залог ценных бумаг, открытие «коротких» позиций и предельно допустимую долю вложений в один инструмент, а также запрещающего вложения в ценные бумаги, эмитированные другими инвестиционными компаниями. В то же время подобная юридическая структура существенно лимитировала число потенциальных инвесторов: до 1996 г. максимальное число участников такого инвестиционного партнерства было ограничено 99 членами. В настоящее время максимальное число участников инвестиционного

партнерства, не подпадающего под регулирование Комиссии США по ценным бумагам и биржам, составляет 500 лиц [304, 279].

Джонс первым сформулировал и реализовал нейтральную к рынку инвестиционную стратегию, в рамках которой «длинные» позиции по недооцененным бумагам частично финансируются за счет «коротких» позиций по переоцененным активам. Хеджированные позиции финансировались с использованием заемного капитала, что позволило извлекать дополнительную прибыль на собственный капитал. Другой новацией Джонса стало внедрение стимулирующей системы вознаграждения сотрудников фонда, в рамках которой управляющему фонда выплачивалась доля ежегодной прибыли. Так, первоначально вознаграждение управляющего равнялось 20 процентам дохода фонда без привязки к его величине и без какой-либо комиссии за управление (обычно определена как доля от объема активов в управлении).

В 1952 г. Джонс изменил правовую форму своего фонда, перерегистрировав его как партнерство с ограниченной ответственностью. С одной стороны, это позволило привлечь к управлению активами нескольких значимых независимых портфельных менеджеров. Однако, с другой – теперь фонд был вынужден приподнять завесу секретности над своей инвестиционной стратегией. В середине 1950-х гг. на рынке появились и другие инвестиционные компании, использующие стимулирующую систему вознаграждения управляющих и торговлю с «коротких» позиций, но не всегда следующие нейтральной к рынку стратегии Джонса.

Впервые термин «хедж-фонд» был использован в отношении компании Джонса К.Лумис в статье [288], опубликованной, что примечательно, в том же журнале «Fortune» в 1966 г. На момент публикации фонд Джонса практически не демонстрировал убытков и уверенно опережал фондовые индексы даже с учетом вознаграждения управляющих. На таком позитивном фоне в следующем десятилетии у Джонса появился ряд последователей, и уже к концу 1960-х гг. в США насчитывалось более 100 компаний, позиционировавших себя как хедж-фонды.

Устойчивый рост фондового рынка в США во второй половине 1960-х гг. подтолкнул инвесторов к постепенному отказу от хеджирования коротких позиций. Поэтому фондовые кризисы 1969-1970 и 1973-1974 гг. нанесли сильный удар по буквально «накачаным» заемными средствами и инвестировавшим в узкий спектр высокорискованных активов хедж-фондам [82]. В результате этой эволюции, по данным компании GAMCO Investors, в 1984 г. на американском фондовом рынке было только 68 хедж-фондов.

Стремительный рост интереса к рынку производных финансовых инструментов [125], глобализация финансовых рынков в 1980-1990-х гг. способствовали увеличению отрасли хедж-фондов [50], возникновению новых инвестиционных стратегий и появлению большого числа новых деривативов. В начале ГФЭК насчитывалось порядка 11 тыс. фондов. Управляющие крупнейших фондов, такие как Джордж Сорос (Quantum Fund) и Джулиан Робертсон (Tiger Fund и Jaguar Fund), приобрели всемирную известность и завоевали в массовом сознании место, ранее никогда не достававшееся представителям финансовой сферы.

Чтобы понять «секрет успеха» хедж-фондов [21, 20, 18], следует определить их основное отличие от прочих инвестиционных институтов, таких как *банк (инвестиционный банк), инвестиционный фонд* и российских – *паевого инвестиционного фонда (ПИФ) и общего фонда банковского управления (ОФБУ)*.

Одной из самых древних форм совершения инвестиций является банк [145, с.77]. Специфика деятельности инвестиционных банков [145, с.77-78] ближе всего к деятельности хедж-фондов. Инвестиционный банк привлекает капитал для крупных компаний и правительств на мировых финансовых рынках, предоставляет консультационные услуги при покупке и продаже бизнеса, выступает брокером, являясь ведущим посредником при торговле акциями и облигациями, производными финансовыми инструментами, валютами и сырьевыми товарами.

Основное отличие банка от фонда состоит в том, что банки помимо осуществления широкого спектра денежных операций, ответственны еще и за

безналичную эмиссию денег. Тогда как фондом могут быть: 1) денежные или материальные средства, предназначенные для определенных целей, имеющие определенные назначения; 2) не имеющие членства некоммерческие организации, учрежденные гражданами и (или) юридическими лицами на основе добровольных имущественных взносов, преследующие социальные, благотворительные, культурные, образовательные или иные общественно полезные цели; 3) форма инвестиционной компании [145, с.1347].

Фонд инвестиционный – компания, организация, вкладывающая денежный, инвестиционный капитал в ценные бумаги (преимущественно в акции) других компаний. Обычно создается в виде открытого акционерного общества. Критерием отнесения к подобным фондам является деятельность, заключающаяся в привлечении средств за счет эмиссии собственных акций, инвестирования собственных средств в ценные бумаги других эмитентов, торговли ценными бумагами. Наиболее популярные организационные типы таких фондов: акционерные, трастовые, контрактные инвестиционные фонды. Они являются аналогом паевых инвестиционных фондов в России [145, с.1350].

Паевой инвестиционный фонд (ПИФ) – имущественный комплекс без образования юридического лица, сформированный за счет вкладов инвесторов с целью увеличения имущества, находящегося под управлением. Действия осуществляются управляющей компанией (УК) по договору с инвесторами. Взаимный фонд (mutual fund) – портфель акций, приобретаемых УК за счет вложений мелких вкладчиков. Стоимость акции фонда равна стоимости суммарных инвестиций фонда, деленных на число акций. За счет этого происходит уменьшение риска, так как инвестиции распределены среди большого количества компаний. Учет имущества фонда и прав инвесторов ведет специализированный депозитарий (банк, прочая коммерческая организация с соответствующей лицензией). Управляющей компанией фонда является коммерческая организация, располагающая лицензией на право ведения деятельности по доверительному управлению имуществом ПИФов. УК инвестфонда определяет правила фонда, осуществляет выпуск инвестпаев, покупает ценные бумаги, банковские депозиты, недвижимость и прочее

имущество. УК не имеет права выдавать кредиты и обязана инвестировать строго в соответствии с инвестиционной декларацией. Основные отличия хедж-фондов от взаимных фондов приведены в Приложении А.

Согласно российскому ФЗ-156 «Об инвестиционных фондах» [1] существует открытый и интервальный ПИФ. В РФ все ПИФы являются открытыми, то есть инвесторы могут продать свои паи в любой день. Интервальный фонд дает право продажи паев через указанные в проспекте эмиссии сроки, однако не менее одного раза в год. Инвестор не привязан в своих действиях к определенному в договоре сроку, а имеет возможность продать или купить пай каждый день. УК ПИФ получает зафиксированное вознаграждение, тогда как весь доход инвесторы распределяют между собой.

Ближе всего по правовому статусу к хедж-фондам стоят общие фонды банковского управления (ОФБУ), имеющие более широкие права и возможности инвестирования средств частных инвесторов, чем паевые инвестиционные фонды. ОФБУ – форма коллективного инвестирования активов, предполагающая, что банк из средств частных инвесторов формирует имущественный комплекс, объединяя их на правах общей собственности. Главное отличие от ПИФов – возможность работы на фондовом и срочном рынках. Однако ОФБУ не применяют спекулятивные стратегии. Доходность этих фондов практически не отличается от показателей ПИФов и в основном зависит от компетенции управляющих, а не от инструментария.

Сегодня самой устойчивой к кризисным процессам формой инвестдеятельности являются хедж-фонды. В сравнении со всеми прочими участниками финансовых рынков именно хедж-фонды во время острой фазы ГФЭК (2008 – 2009 гг.) показали наименьшие потери.

Для определения понятия хедж-фонд, его отличий от других финансовых институтов, занимающихся инвестиционной деятельностью, выделим их основные характеристики:

– использование любых существующих (в рамках законодательства) стратегий по извлечению прибыли;

– недоступность широкому кругу инвесторов (минимальная сумма в США составляет 1 млн долларов, годовой доход инвестора за последние два года должен быть больше 200 тыс. долларов, а чистый капитал не менее 1,5 млн долларов) [311].

– теневой характер деятельности [253], поддержание режима секретности данных об используемых ими стратегиях, суммах и объектах инвестирования;

– регистрация и работа через офшорные юрисдикции при управлении из финансового центра;

– очень высокая степень адаптивности к государственному регулированию;

– обязательное использование заемных средств (левереджа) и производных финансовых инструментов, зачастую в десятки и даже сотни раз превышающие их собственные средства;

– применение сложных финансовых математических моделей, систем алгоритмической торговли (HFT);

– использование психологии финансовых рынков (в том числе через возможности СМИ).

В настоящее время по-прежнему отсутствует единое, признаваемое международным сообществом определение хедж-фонда, которое было бы закреплено в нормативно-правовой базе или отраслевых стандартах. Это объясняется тем, что хедж-фонды используют большое количество различных стратегий и однозначно ограничить сферу их деятельности сложно. Крупнейшие мировые финансовые холдинги, такие как BlackRock, State Street Global Advisors, Fidelity Investments, J.P. Morgan Asset Management и другие – не относятся к категории хедж-фонд, однако имеют множество схожих признаков. Эти холдинги в свою очередь владеют множеством фондов, включая хедж-фонды, но, принимая в расчет тот факт, что хедж-фонды различаются в зависимости от используемых ими стратегий (а их насчитывается достаточно большое количество), правомерность принадлежности этих финансовых холдингов к категории хедж-фонд допускается. Однако здесь следует сделать оговорку, назвав в таком случае их структуры – синдицированными хедж-

фондами. Таким образом, в случае признания их принадлежности к хедж-фондам, объем мировой отрасли последних вырастет с 3,1 трлн долларов (по состоянию на май 2015 г.) до 25,7 трлн долларов, что показано в таблице 2.

Таблица 2 – Самые большие финансовые игроки (финансовые холдинги). Активы под управлением, 2015 год

Название фирмы	В миллиардах долларов	
	Размер активов под управлением	
BlackRock Inc.	4651,896	
Vanguard Group Inc.	3148,496	
State Street Global Advisors	2448,112	
Fidelity Investments	1974,077	
J.P. Morgan Asset Management	1744,320	
BNY Mellon Investment Management	1710,282	
The Capital Group Cos. Inc.	1396,777	
PIMCO	1274,223	
Deutsche Asset & Wealth Mgmt.	1265,518	
The Goldman Sachs Group Inc.	1178,000	
Prudential Financial	1175,947	
Amundi	1051,392	
Northern Trust Asset Management	934,100	
Wellington Management Group LLP	913,720	
Franklin Templeton Investments	880,146	
<b>Итого</b>	<b>25747,006</b>	

Источник: [329].

В России термин хедж-фонд юридически закреплен с 2008 г. С точки зрения отечественного законодательства, хедж-фонды – это одна из форм ПИФов. От фондов смешанных инвестиций и фондов акций хедж-фонды отличаются несущественно, что проявляется в регулировании. Следовательно, российский хедж-фонд – это пока лишь маркетинговая оболочка, но не полноценный аналог западной эффективной структуры управления активами.

В научной литературе содержится ряд авторских определений понятия хедж-фонд. Но практически все они не принимают в расчет ГФЭК, который внес некоторые коррективы в тактику и стратегию работы фондов. Исходя из особенностей деятельности хедж-фондов, можно сформулировать уточненное и соответствующее современным реалиям определение.

В настоящее время в ведущих западных странах хедж-фонды представляют финансовую элиту и настоящую идеологию, подразумевающую максимизацию прибыли всеми возможными способами. Целью создания хедж-фондов выступает объединение частного капитала для инвестирования в торгуемые публично ценные бумаги и деривативы при использовании спекулятивных инвестстратегий и больших объемов привлеченных средств.

Таким образом, *хедж-фонд* это:

- 1) (суть) активный инвестиционный фонд, созданный для получения абсолютной доходности всеми возможными способами;
- 2) частный инвестфонд, недоступный широкому кругу лиц и управляемый профессиональным инвестиционным управляющим;
- 3) частное инвестиционное партнерство, зарегистрированное, как правило, в офшорных зонах и вследствие этого пользующееся режимом льготного налогообложения и низкой степенью государственного регулирования [145, с.1375-1376];
- 4) закрытый, подверженный незначительному регулированию и профессионально управляемый инвестиционный пул, целью которого является снижение риска и получение прибыли в любых рыночных условиях;

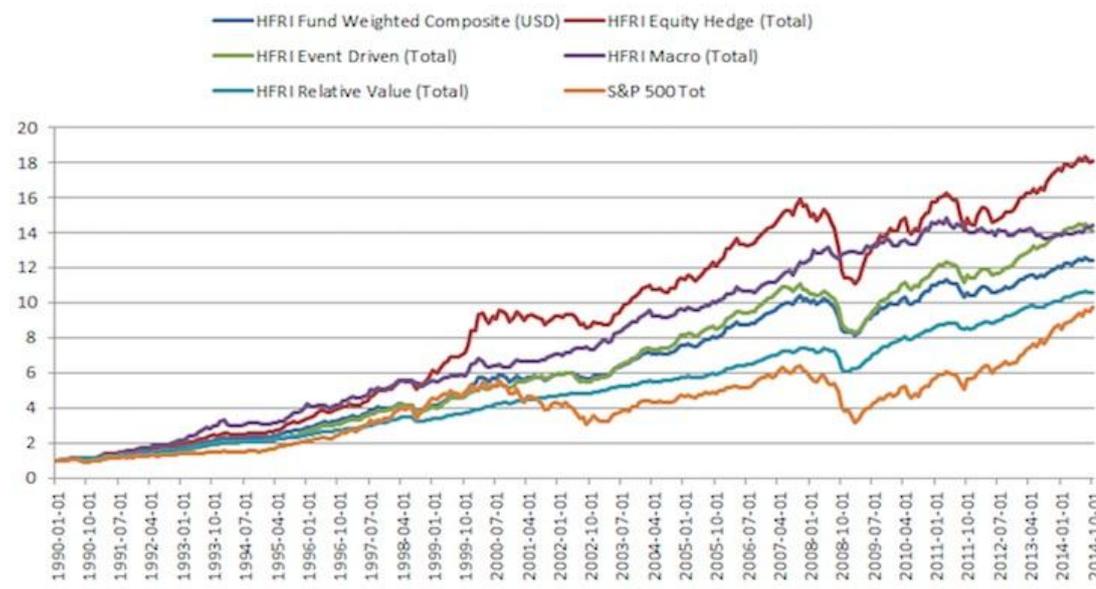
Наиболее объективное определение дано в диссертационном исследовании Предченко В.Н., в соответствии с которым хедж-фонд – это

- 5) 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 [21, с.23].

В настоящее время в условиях финансовой нестабильности и процесса оказания хедж-фондами влияния на субъектов мирохозяйственной

деятельности, все активнее звучит тезис о выработке ограничений деятельности хедж-фондов. Данный вопрос регулярно обсуждается на министерских встречах и саммитах «группы двадцати». В частности некоторые положения ограничительного характера были обозначены в итоговой декларации саммита G20 прошедшего в Каннах в 2011 г. [10]

Учитывая большое количество различных инвестиционных стратегий, деятельность хедж-фондов подразумевает многие способы и формы вложения денег. Высокий профессионализм управляющих (они обязаны разбираться не только в особенностях взаимозависимости и взаимного пересечения интересов у участников системы мирохозяйственных связей, но также знать детали работы местных финансовых рынков), повышенное использование леввереджа, работы с применением специальных математических моделей (алгоритмический трейдинг) дают право говорить о главной особенности хедж-фондов. Анализ данных исторической ретроспективы, представленных на рисунке 6, показывает, что хедж-фонды эффективны во время кризиса, их результаты значительно превышают показатели других инвестиционных институтов (инвестбанки, фонды частных инвестиций, пенсионные фонды и др.).



Источник: HFR Indexes [341].

Рисунок 6 – Доходность хедж-фондов по сравнению с S&P500 в период с 1990 по конец 2014 гг.

При формулировании определения хедж-фонда важно также учитывать географический принцип их деятельности. Так, в период ГФЭЖ и т.н.

посткризисного развития мира более явным стало разделение глобального экономического сообщества на несколько групп:

- I. «Финансовая цивилизация» (или англосаксонское ядро) – преимущественно США и Великобритания, а также Канада, Австралия, включая Японию (более 80 процентов мирового финансового рынка);
- II. Ядро Европы – Германия, в меньшей степени Франция (сторонники умеренного регулирования финансов);
- III. Остальной динамично развивающийся мир – преимущественно группа стран БРИКС.

Под влиянием ряда регулирующих мер [238, p.195-205, p.245-256; 206] (например, решение G20 перевести внебиржевую сферу деривативов на организованные торговые площадки, а также обязать хедж-фонды предоставлять информацию о своей деятельности) хедж-фонды будут претерпевать структурные изменения. Они будут вынуждены адаптироваться к новым реалиям, особенно в контексте формирования зон свободной торговли (ТТИП, ТТП, РВЭП и др.). Исходя из подобных трансформаций, можно попытаться сформулировать скорректированное определение понятия хедж-фонд.

Таким образом, *хедж-фонд* – это гибкий динамично развивающийся (в глобальном масштабе) частный инвестиционный фонд (пул денежных средств, активов повышенной ликвидности частных лиц и/или группы квалифицированных инвесторов), под управлением высокопрофессионального инвестиционного менеджера (команды менеджеров при учете гибкой системы вознаграждений – процента от доходности), свободного применять любую из имеющихся на сегодняшний день (в рамках действующего местного и международного законодательства) инвестиционных стратегий (учитывающих особенности глобального и местных финансовых рынков), предполагающую использование любых финансовых инструментов, включая деривативы и современные математические модели, на любых сегментах национального и/или международного финансовых рынков (принцип широкой географии), с

широким использованием заемных средств (левереджа); также обладающий теневым (недоступным посторонним наблюдателям, включая регулирующие государственные органы) характером деятельности, что предполагает регистрацию преимущественно в офшорных юрисдикциях, но управление из финансовых центров, а также способность приспосабливаться к рестриктивным мерам (высокая адаптивность); способный, совместно с группой таких же фондов (при предварительном согласовании действий) формировать направления движения рынков (отдельных активов, особенно сырьевых товаров), играть на высокой волатильности (ГФЭЖ и кризис в еврозоне – коллективная «игра на понижение»), оказывать воздействие на целые государства (Аргентина, Украина), а также «входить» в управление предварительно выбранной компании, – все это с целью получения максимально возможной абсолютной положительной доходности.

При этом особенное значение имеет характер деятельности хедж-фондов, предполагающий проникновение в другие компании, отслеживание их деятельности с целью сыграть на изменениях рынка – все это при возможности оказания психологического влияния на инвесторов посредством СМИ.

Таким образом, можно выделить три характеристики понятия хедж-фонд, в зависимости от периода развития этой отрасли.

Хедж-фонды периода 1949 – 1990 гг. – это узкий круг (богатых) участников при сохранении сравнительно небольших объемов активов под управлением. Происходит накапливание финансовых технологий. При этом данная группа инвесторов освобождена от надзора регулирующих органов, исходя из того, что «богатые могут сами о себе позаботиться». Формируется сегмент валютных операций благодаря переходу в 1970-х гг. к системе плавающих валютных курсов. В 1980-1990-х гг. хедж-фонды создавались самыми опытными портфельными менеджерами, трейдерами и аналитиками с наивысшим рейтингом. В этот период хедж-фонды малочисленны. Каждый фонд уникален из-за применения своей индивидуальной стратегии.

Хедж-фонды периода 1990 – 2008 гг. характеризуются резким скачком количества и общего объема активов под управлением (до 65 раз за весь

период). В то же время наблюдается значительное число масштабных дефолтов этих фондов (LTCM – 1998 г., Amaranth – 2006 г. и др.). Период становления и критических проявлений отрасли хедж-фондов, применения агрессивных стратегий. Это происходит также на фоне финансового дерегулирования.

Хедж-фонды современного периода (с 2008 г.) (*«переход количества в качество»* – в контексте воздействия на мировую экономику) – усиление влияния на мирохозяйственные связи, расширение числа средних участников и рост взаимодействия с прочими институциональными инвесторами (пенсионные фонды, благотворительные и прочие), адаптация к новым кризисным условиям, прогноз существенного роста отрасли. Повышение связности хедж-фондов со всеми остальными участниками мировой экономики и мировых финансов.

Таким образом, прослеживается общая закономерность, тенденция, характеризующая все три периода: рост числа фондов при вовлечении в отрасль большего количества участников (при этом снижение общей финансово-экономической компетенции, особенно в третий период) и, соответственно, активов, вплоть до агрегированных средств различных прочих фондов (пенсионных, благотворительных). При этом если во второй период риски для мировой экономики концентрировались в отдельных крупных фондах и зависели от применяемых ими стратегий (как правило, из-за объема леввереджа), то третий период характеризуется началом процесса накопления системного риска за счет массового создания фондов (рост общего объема активов под управлением) и вовлечения в рискованные операции массового инвестора.

В России понятие хедж-фонд определяется «Положением о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов», утвержденным Приказом Федеральной службой по финансовым рынкам (ФСФР) РФ от 28 декабря 2010 г. № 10-79/пз-н (более ранняя редакция – Приказ ФСФР от 20 мая 2008 г. № 08-19/пз-н). Согласно Положению, хедж-фонды являются одной из категорий акционерных инвестиционных фондов и паевых инвестиционных фондов. В России первый хедж-фонд был зарегистрирован ФСФР РФ летом 2009 г.

Также существуют *фонды хедж-фондов*. Это фонды, включающие в себя ряд хедж-фондов (согласно практике не более 15-30). Они используют различные стратегии и вкладывают свои средства не в акции и облигации, а в другие хедж-фонды. Таким образом, усредняется, но вместе с тем и увеличивается общая эффективность управления средствами.

Хедж-фонды оперируют передовыми информационными технологиями, главным требованием, обеспечивающим эффективность деятельности которых, является сохранение деталей в тайне, по крайней мере, до тех пор, пока не извлечена выгода, ради которой предпринималась транзакция. Поэтому главная сложность анализа их деятельности состоит в том, что менеджеры хедж-фондов соглашаются раскрыть стратегию, используемую при торговле финансовыми инструментами, только после того, как решат отказаться от ее применения. Тем не менее, они обычно описывают ее в общих чертах, стараясь при этом не нанести ущерба эффективности своих операций.

Основные используемые хедж-фондами стратегии целесообразнее всего разделить на три группы: стратегии относительной стоимости, направленные стратегии и событийные. Их описательная часть представлена в Приложении Б.

Стратегии хедж-фондов зачастую предполагают оказание сильного воздействия на финансовый рынок и отдельных его участников, включая целые государства. Однако сегодня, несмотря на то, что с момента наступления ГФЭК в 2008 г. прошло уже много времени до сих пор в американских и европейских регулирующих органах ведется дискуссия по поводу введения возможных ограничительных мер в отношении хедж-фондов. Помимо всего прочего хедж-фонды относятся к так называемому сегменту теневого банковского сектора, размеры которого оцениваются порядка 75 трлн долларов [253]. В документах Совета по финансовой стабильности также указывается на сложность точности подсчета размеров отрасли хедж-фондов, в силу того, что большая их часть зарегистрирована в офшорных юрисдикциях. Регулирование хедж-фондов тесно связано с рынком деривативов, где заключается большинство сделок.

В США 21 июля 2010 г. был принят закон Додда-Франка (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) [238], который регулирует

практически всю финансовую систему страны. Его составная часть – Правило Волкера – запретила банкам, банковским и финансовым холдинговым компаниям с застрахованными депозитами осуществлять куплю-продажу различного рода ценных бумаг, деривативов, относящихся к категории инструментов с повышенным риском за счет собственных средств (Proprietary Trading), а также существенно ограничила прямые инвестиции в хедж-фонды и фонды частного капитала и операции с ними. Согласно ограничениям, банки могут владеть не более 3 процентов акционерного капитала таких фондов, а совокупный объем их инвестиций в такие фонды не должен превышать 3 процентов капитала первого уровня самих банков [160].

Однако ТНБ все равно научились обходить данные ограничительные меры и управляют своими активами через подконтрольные им хедж-фонды [298, 299]. Вероятно, они используют многоуровневую систему офшоров, когда деньги переводятся сначала на один офшор, с него на другой, потом на третий и так далее. С целью регулирования такой «налоговой оптимизации» была разработана международная инициатива G8 (а затем G20) по созданию автоматической системы обмена налоговыми данными, а также план действий ОЭСР «по противодействию размыванию налогооблагаемой базы и перемещению прибыли» (BEPS) [207].

Главным инструментом ограничения спекуляций в биржевой торговле деривативами могли бы стать лимиты на позиции отдельных игроков. До сих пор в США (и в Европе) такие лимиты устанавливались не регуляторами, а биржами. Например:

– сентябрь 2008 г. – запрет на короткие продажи Нью-Йоркской фондовой биржей (NYSE).

– 12 августа 2011 г. – Франция ввела временный запрет на «короткие продажи». В черный список попали акции April Group, Axa, BNP Paribas, CIC, CNP Assurances, Crédit Agricole, Euler Hermès, Natixis, Paris Ré, Scor, Société Générale; срок действия запрета – 15 дней. Запрет был также введен в Италии, Испании и Бельгии [199].

– 28 апреля – 1 сентября 2010 г. и 8 августа 2011 г. – запрет «коротких» продаж без покрытия в Греции – в период обострения финансового кризиса.

С другой стороны, регулируемыми органами до конца не определена степень воздействия финансовых игроков, включая хедж-фонды, на процесс ценообразования. Комиссия по торговле сырьевыми фьючерсами (Commodity Futures Trading Commission, CFTC) в июле 2008 г., например, *«не нашла признаков систематического влияния действий спекулянтов на цену нефти»* [275]. В то же время многие специалисты находят признаки существенного влияния спекулятивных операций с деривативами, в частности, на нефтяные цены. Это признают в американском банке Goldman Sachs [167], а также во Всемирном Банке [211].

В ЕС 15 сентября 2010 г. Еврокомиссия опубликовала проект закона о регулировании рыночной инфраструктуры (European Market Infrastructure Regulation – EMIR) [236], который также определяет правила функционирования рынка внебиржевых деривативов в странах Евросоюза.

Однако важным регулирующим европейские хедж-фонды документом является ныне действующая и эволюционирующая директива UCITS IV (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) [310] и UCITS V [237]. Директива вводит понятие «паспорта» фонда (Key Information Document, KID), в котором должна содержаться важная информация о финансово-экономических характеристиках компании, позволяющая инвесторам самостоятельно и объективно оценивать риски ее инвестиционных продуктов. Таким образом, в Европе вводится информационная база, которая по расчетам регулятора должна существенно снизить риски возможных финансовых потерь для инвесторов. Директива также вводит нормы высокой ликвидности и прозрачности, параметры доступа к институциональным и розничным инвесторам, возможность продажи паев в ЕС. Финансовые агенты в странах ЕС должны предоставлять в специальные торговые репозитории информацию обо всех сделках со свопами, включая и подлежащие обязательному клирингу; а нефинансовые – только о тех сделках, которые превышают устанавливаемый регулятором лимит.

Еще один важный документ – директива об управляющих фондами альтернативных инвестиций (AIFMD) [209] была принята в ЕС 21 июля 2011 г., с испытательным сроком до 22 июля 2014 г. с целью стабилизации экономики Евросоюза после ГФЭК на законодательном уровне и выработки правил для альтернативных инвестиционных фондов по административной и операционной деятельности, включая повышение прозрачности. Под альтернативными инвестиционными фондами (AIF) подразумеваются хедж-фонды, а также прочие фонды (прямых инвестиций, венчурного капитала, недвижимости, сырьевые и промышленные фонды). В целом задача директивы – это нейтрализация рисков нестабильности финансового рынка от действий AIF (упорядочивание регистрации, защита инвесторов от рисков операций менеджеров фондов и выработка единого рынка для таких фондов, регистрация и получение разрешения на деятельность фондов, требования к начальному капиталу, вознаграждение управленческого аппарата, стандарты ликвидности и использования заемного капитала, ограничения по степени риска финансовых операций и др.) [225].

В ЕС в 2014 г. также был создан Единый механизм банковского надзора, в настоящее время осуществляющий поднадзорную деятельность 130 европейских банков (их активы составляют 25 трлн долларов или 82 процента всех операций еврозоны), а в совокупности с учетом взаимодействующих с ним национальных аналогов стран еврозоны – порядка 6000 банков. Однако здесь речь идет исключительно о финансово-кредитных организациях.

На наднациональном уровне также ведется работа по созданию условий для оказания регулирующего влияния на отрасль хедж-фондов. Совет по финансовой стабильности [338], призван координировать деятельность национальных регуляторов [6].

На саммите «двадцатки» в Питтсбурге в 2009 г. была достигнута договоренность о том, что к концу 2012 г. все стандартизированные внебиржевые производные финансовые инструменты должны торговаться на биржах или электронных торговых платформах с использованием

централизованного клиринга [7]. Однако перевод таких операций все еще находится на самом начальном этапе.

Функцию регулирования финансовых рынков реализует также Международная организация комиссий по ценным бумагам (The International Organization of Securities Commissions – IOSCO), способствующая взаимодействию и обмену опытом между национальными регуляторами. В целом деятельность СФС и IOSCO сводится к выработке рекомендаций национальным регуляторам. Реальных полномочий по изменению регулирования мирового рынка производных инструментов международные органы не имеют. Это, несмотря на все усилия международного сообщества по нейтрализации рисков, определяет условия для практически беспрепятственного общемирового расширения глобальной отрасли хедж-фондов.

### **Выводы по Главе 1**

1. Анализ источников отечественных и зарубежных авторов показывает отсутствие всестороннего охвата проблемы влияния отрасли хедж-фондов на трансформацию мирохозяйственных связей, при учете изменений в мировой финансовой системе, вызванных, в том числе глобальным финансово-экономическим кризисом.

2. В ходе анализа взаимодействия основных участников мировой финансовой системы определено место хедж-фондов. Проанализирована и разработана система взаимодействия хедж-фондов с основными участниками мирохозяйственных связей, демонстрирующая масштаб вовлеченности хедж-фондов в мировые финансово-экономические процессы и показывающая основные каналы воздействия на их трансформацию.

3. Описаны условия экономической глобализации – как среды расширения и эволюции отрасли хедж-фондов. Разработана четырехуровневая система причин глобального финансово-экономического кризиса.

4. Выделены и проанализированы три основных периода развития глобальной отрасли хедж-фондов, а также даны характеристики и

отличительные черты фондов этих периодов. С 1949 по 1990 г. происходит накопление и концентрация финансовых технологий узким кругом (богатых) участников при сохранении сравнительно небольших объемов активов под управлением. Второй период – с 1990 по 2008 г. – характеризуется выходом отрасли на опережающие количественные показатели, резким ростом объема активов под управлением (до 65 раз за весь период) и сравнительно большим числом масштабных дефолтов хедж-фондов. Третий период начинается в 2008 г. с ГФЭК и продолжается по настоящее время. В этот период происходит повышение взаимозависимости и взаимосвязанности хедж-фондов со всеми остальными участниками мировой экономики и мировых финансов (на фоне высокой степени устойчивости и адаптивности хедж-фондов к кризисным условиям) при одновременном росте влияния хедж-фондов на мировую экономику, повышении рисков глобальной финансовой стабильности.

Представленная периодизация отражает процесс эволюции мировой отрасли хедж-фондов: рост числа фондов при вовлечении в отрасль большего количества участников и, соответственно, активов, вплоть до агрегированных средств различных прочих фондов (пенсионных, благотворительных). При этом если во второй период риски для мировой экономики концентрировались в отдельных крупных фондах и зависели от применяемых ими стратегий (как правило, из-за объема привлеченных средств), то третий период характеризуется накоплением системного риска за счет массового создания фондов и роста активов под управлением, а также вовлечения в рискованные операции массового инвестора.

5. Обоснован теоретический подход к характеристике понятия хедж-фонд, скорректированного с учетом актуальных событий с момента начала глобального финансово-экономического кризиса в 2008 г. Таким образом, расширено традиционное представление об этом финансовом институте.

6. Представлены основные меры регулятивного воздействия на хедж-фонды в США и государствах Европейского союза.

## ГЛАВА 2

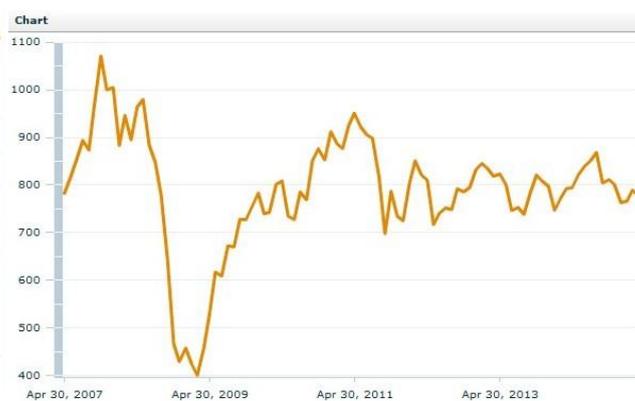
### РАЗВИТИЕ ОТРАСЛИ ХЕДЖ-ФОНДОВ В УСЛОВИЯХ ИЗМЕНЕНИЯ МИРОХОЗЯЙСТВЕННЫХ СВЯЗЕЙ

#### 2.1 Монетарная политика ведущих центробанков мира как фактор роста отрасли хедж-фондов

Глобальный финансово-экономический кризис запустил процесс спасения ведущими центральными банками мира своих банковских систем и экономик от коллапса [64, 246]. Благодаря плану Полсона был создан прецедент – произошел ввод в норму ничем не ограниченной эмиссии. В результате, как это хорошо демонстрирует показанный на рисунке 7 индекс MSCI G7, там, где есть монетарные рычаги стимулирования – наблюдается рост, в первую очередь акций, а там, где нет – все иначе. Рисунок 8 показывает развивающиеся рынки.



Источник: MSCI Index [347].  
Рисунок 7 – MSCI G7



Источник: MSCI Index [347].  
Рисунок 8 – Развивающиеся рынки  
(MSCI Emerging markets and frontier markets)

Через несколько лет после начала кризиса политика проведения «количественных смягчений» (Quantitative Easing, QE) приняла сетевой характер. На сегодняшний день – под объединением ФРС и Банка международных расчетов действует система «ФРС – ЕЦБ – Банк Японии – Банк Англии...», совокупные ежегодные объемы эмиссии которой составляют порядка 1 трлн долларов. Наиболее наглядным доказательством служит постепенное сворачивание третьего раунда программы «количественного

смягчения» (QE3) в США на фоне синхронного запуска QE ЕЦБ и усиления QQE (количественное и качественное смягчение) Банком Японии.

Отрасль хедж-фондов – традиционно представляющая слабо регулируемых и активно настроенных финансовых игроков, ориентированных на максимальную доходность при использовании лучших аналитических и математических инструментов – в этих условиях стала принимать иной характер. Институциональные инвесторы, крупные пенсионные фонды, суверенные фонды и прочие участники финансового рынка, показывая убытки, стали все более активно сотрудничать с аналитическими командами хедж-фондов, что зачастую стало вызывать более тесную взаимную интеграцию этих участников финансового рынка. Показательно, что совокупные активы всех банков в мире на сегодняшний день оцениваются в 139 трлн долларов, а это в два раза больше мирового ВВП. Активы пенсионных, взаимных, суверенных и прочих фондов, по разным оценкам, составляют от 80 до 110 трлн долларов [273]. Таким образом, можно прогнозировать, что отрасль хедж-фондов за счет более активного взаимодействия с прочими институциональными инвесторами не только вырастет почти вдвое в ближайшие несколько лет, но и станет катализатором концентрации рисков для всей мировой финансовой системы. Этим обеспечивается прямое влияние глобальной отрасли хедж-фондов на трансформацию мирохозяйственных связей, что также показано на рисунке 9. Во-первых, за счет большей агрессивности и рискованности, применяемых хедж-фондами стратегий по сравнению с другими участниками финансового рынка, а, соответственно и показываемой ими большей доходности. Во-вторых, за счет размывания профессионализма отрасли прочими инвесторами, подталкиваемыми собраниями акционеров, которые требуют высоких показателей прибыли.



Источник: составлено автором.

Рисунок 9 – Эволюция мировых финансов: от ГФЭК к усложнению мировой финансовой системы и накоплению системных рисков. Временная синхронизация

Большие объемы эмиссии подстраивают финансовые рынки и финансовую инфраструктуру под себя, тем самым меня сложившуюся к настоящему времени финансовую систему хедж-фондов, где трансформируются стратегии, правила раскрытия информации, формы инвестиционного участия в отрасли. В совокупности данные обстоятельства увеличивают риски для всей мировой финансовой системы.

Среди ключевых факторов, влияющих на трансформацию финансового сегмента мирохозяйственных связей, выступают:

**1. Выявленные объемы средств, поступившие в мировую финансовую систему, согласно данным аудиторской проверки ФРС США в период с 1.12.2007 по 21.07.2010 гг. (острая фаза ГФЭК).**

В 2011 году в США впервые за всю историю существования этого государства Аудиторской палатой США (Government Accountability Office – GAO) была проведена частичная аудиторская проверка деятельности ФРС. Сумма финансовой помощи американским, британским, немецким, французским и швейцарским банкам Федрезервом в период финансового кризиса составила 16 трлн долларов [248, p.144]. Список банков и размер переведенных средств представлен в таблице 3. Эта сумма сравнима с годовым размером ВВП США или с 32-х кратным размером российских золотовалютных

резервов (по состоянию на 2008 г., когда они достигали максимального значения).

Таблица 3 – Банки-получатели помощи от ФРС в период с 1.12.2007 по 21.07.2010 гг.

Банк	Страна	Сумма, млрд долларов
Citigroup Inc.	США	2513
Morgan Stanley	США	2041
Merrill Lynch & Co	США	1949
Bank of America Corporation	США	1344
Barclays PLC	Великобритания	868
Bear Stearns Companies, Inc.	США	853
Goldman Sachs Group Inc.	США	814
Royal Bank of Scotland Group PLC	Великобритания	541
Deutsche Bank AG	Германия	354
UBS AG	Швейцария	287
JP Morgan Chase & Co.	США	391
Credit Suisse Group AG	Швейцария	262
Lehman Brothers Holdings Inc.	США	183
Bank of Scotland PLC	Великобритания	181
BNP Paribas SA	Франция	175
Wells Fargo & Co.	США	159
Dexia SA	Бельгия	159
Wachovia Corporation	США	142
Dresdner Bank AG	Германия	135
Societe Generale SA	Франция	124
Другие заемщики	–	2639
<b>Всего</b>	<b>–</b>	<b>16115</b>

Источник: Аудиторская палата США – GAO [248, p.144].

В ходе аудиторской проверки установлен факт открытия ФРС США своп линий ЕЦБ, Банку Англии, Банку Швейцарии, Банку Японии, Банку Дании, Банку Швеции, Банку Австралии, Банку Южной Кореи, Банку Норвегии и Банку Мексики на сумму свыше 8 трлн долларов [248, p.218].

В ряде случаев деньги перечислялись через американский банк JPMorgan Chase (JPMC). Схема выглядела так: ФРС – через свой основной нью-йоркский резервный банк (FRBNY) переводит деньги JPMC, а JPMC ссуживает их другим банкам или прочим участникам финансового рынка под обеспечение их активами. В случае банкротства активы заемщиков переходили на баланс не ФРС, а JPMC.

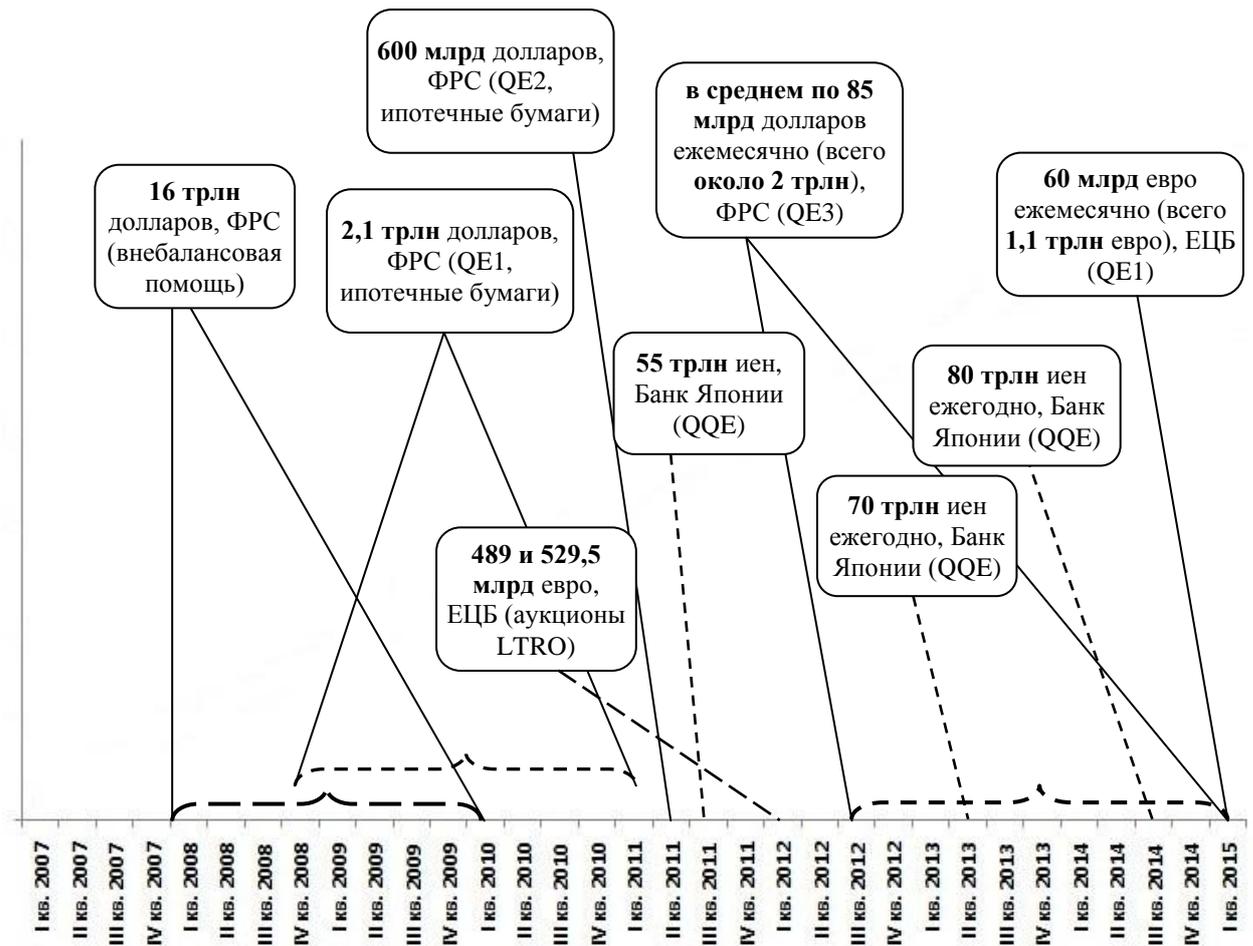
Степень влияния результатов аудиторской проверки на трансформацию финансового сегмента мирохозяйственных связей трудно определима, однако по полученным данным можно сделать вывод о масштабности финансовой поддержки и интеграции внутри блока западных стран. К тому же, полученные средства, с высокой степенью вероятности, пусть и частично попали на финансовые рынки, тем самым оказав определенное давление на стоимость ряда активов.

## **2. Политика проведения программ «количественного смягчения».**

Официальная поддержка фининститутов в период острой фазы ГФЭК (осень 2008 – весна 2009). В финансовую систему США за все время с 2008 г. поступило, по разным подсчетам, порядка 7 трлн долларов [269, 64].

На рисунке 10 схематически представлен масштаб официального проведения монетарных программ помощи своим экономикам центральными банками США, ЕС и Японии.

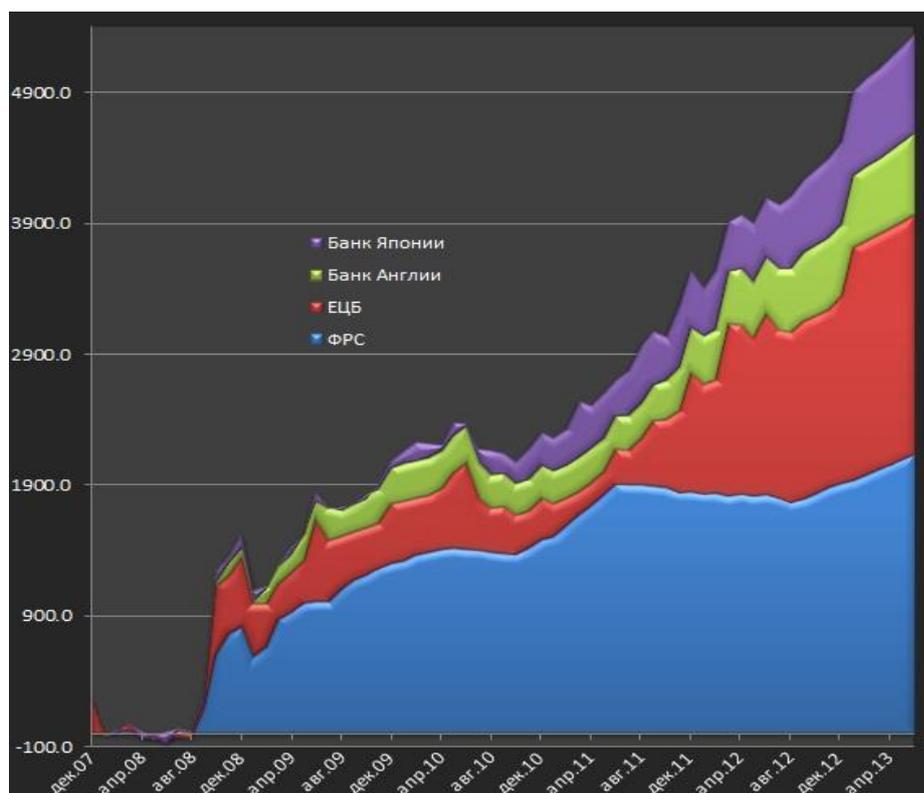
«Количественное смягчение» – это политика центрального банка, когда он берет на свой баланс различные активы других банков (как правило «токсичные» (Toxic Assets), которые никому больше не нужны и висят «мертвым грузом» у банков), а взамен перечисляет им настоящие деньги посредством электронной эмиссии. Предполагается, что деньги дойдут до реального сектора экономики и повысят бизнес-активность, снизят безработицу. Однако обратная сторона такой политики находится в тени. Практически не поддается внешнему подсчету количество денег, которое остается у банков, однако по разным оценкам, до реального сектора экономики доходит не более пятой части средств.



Источник: составлено автором.

Рисунок 10 – Денежные поступления со стороны центробанков мира в период с начала 2007 года по конец первого квартала 2015 года

Рисунок 11 показывает увеличение активов на балансах этих центробанков с начала глобального кризиса.



Источник: [350].

Рисунок 11 – Увеличение балансов центробанков, млрд долларов

**2.1 Монетарные программы QE США.** Федеральная резервная система с начала ГФЭЖ провела несколько раундов программы «количественного смягчения». В американской прессе такая политика получила шутовское название разбрасывания денег с вертолета главой ФРС Б.Бернанке [215].

Федеральным резервом проведено два раунда – QE и QE2 общим объемом более 3 трлн долларов, а также программа Twist Operation [300], объемом 400 млрд долларов (предполагает привлечение средств за счет продажи краткосрочных казначейских облигаций с целью последующего выкупа на эти деньги долгосрочных бумаг для понижения их доходности). Также в сентябре 2012 г. запущен третий раунд программы «количественного смягчения» (бессрочный выкуп ипотечных и прочих бумаг на сумму 85 млрд долларов ежемесячно – то есть к середине 2015 г. на баланс переведено порядка 2 трлн «токсичных» активов) [294, p.12]. Анализ результатов поступления средств в финансовую систему показывает, что половина из них вместо стимулирования роста национальной экономики попадает на финансовые рынки, где

используется в спекулятивной игре [211, 229, 246, 302]. Такая политика влечет не только национальную, но и мировую инфляцию, так как часть денег попадает на мировые рынки. Спекулятивная игра также значительно влияет на процесс ценообразования, в результате чего цены на сырье, включая продовольствие, подвержены значительным спекулятивным колебаниям [284].

Рисунок 12 демонстрирует сильную зависимость роста ведущих компаний США (индекс S&P 500) от проведения QE ФРС. По сути ФРС создает рыночную капитализацию практически всех национальных компаний страны.

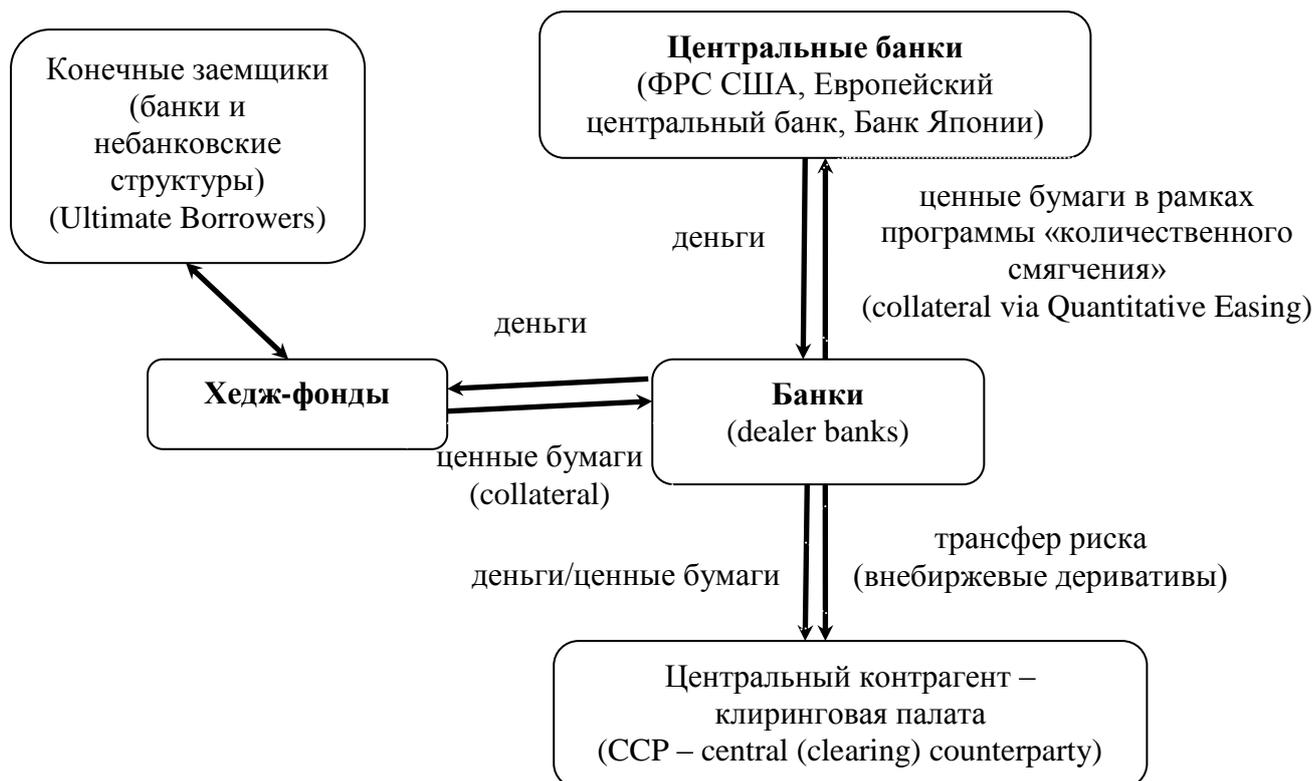


Примечание – правая шкала – баланс ФРС в млрд долларов, левая шкала – индекс S&P 500 в б/п.

Источник: [172].

Рисунок 12 – Рост рыночной капитализации американских компаний создается монетарными действиями ФРС США

Поступление средств на финансовые рынки происходит через банки и сотрудничающие с ними (как правило, принадлежащие им) хедж-фонды. Такую схему демонстрирует рисунок 13.



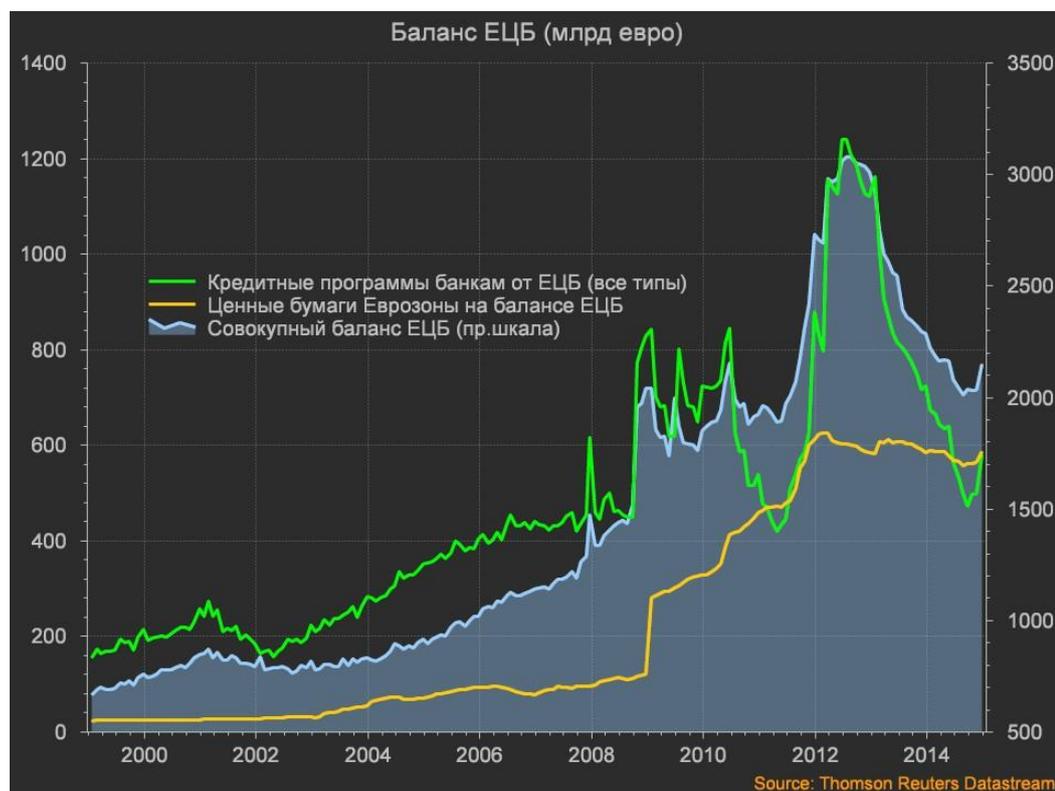
Источник: составлено автором по материалам аналитического доклада банка Citigroup [298, p.11]

Рисунок 13 – Поступление средств по программе «количественное смягчение» (QE) через банки хедж-фондам

**2.2 Монетарная политика ЕС.** Европейским центральным банком (ЕЦБ) с вступлением в должность 1 ноября 2011 г. приверженца монетаризма итальянца Марио Драги стала проводиться более мягкая монетарная политика. Так, была понижена учетная ставка, организованы аукционы на трехлетние кредиты (во время первого аукциона было выдано кредитов на 489 млрд евро, во время второго (февраль 2012 г.) – 529,5 млрд евро), снижены нормативы банковского резервирования, снижена ставка по депозитам (deposit facility) до минус 0,2 процента [330].

Результаты такой политики (рост баланса ЕЦБ) представлены на рисунке 14. Официально программа «количественного смягчения» не проводилась – она начнется только с весны 2015 г. Однако по характеру действий прочих монетарных мер, таких как, например, проведение программы

LTRO (Long Term Refinancing Operation), – на баланс ЕЦБ было взято достаточно большое количество активов.



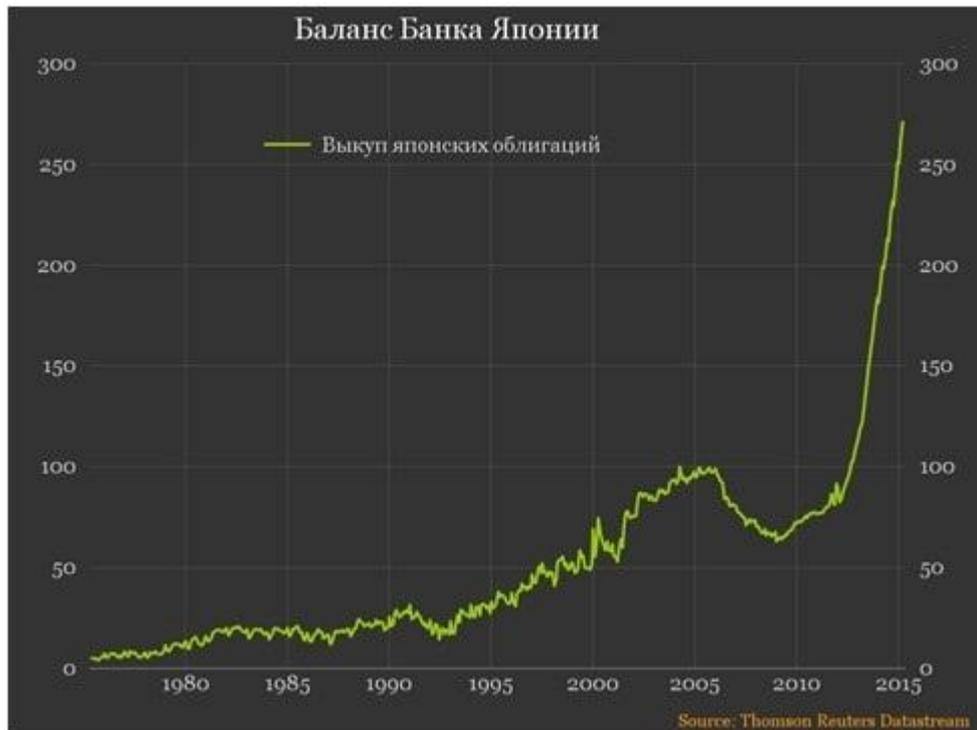
Примечание – правая шкала – совокупный баланс ЕЦБ в млрд евро, левая шкала – ценные бумаги еврозоны, млрд евро

Источник: [171].

Рисунок 14 – Монетарная политика ЕЦБ.

С марта 2015 г. начинается полноценная программа «количественного смягчения», объем выкупа составляет 60 млрд евро ежемесячно – до сентября 2016 г. (общий объем – 1,08 трлн евро). Сегодня экспертами даются прогнозы расширения этой программы [256].

**2.3 Япония.** ЦБ Японии продолжает программу «количественного и качественного смягчения» (QQE). 4 августа 2011 г. Банк Японии объявил об увеличении баланса с 40 трлн иен (на тот момент 504 млрд долларов) до 50 трлн иен (630 млрд долларов). В октябре – до 55 трлн иен. 4 апреля 2013 г. Банк Японии расширил лимит ежегодного выкупа с 60 до 70 трлн иен [309]. В итоге 31 октября 2014 г. лимит выкупа ценных бумаг был увеличен до 80 трлн иен в год. Ситуация с балансом ЦБ Японии представлена на рисунке 15.



Источник: [205].

Рисунок 15 – Баланс Банка Японии, трлн иен.

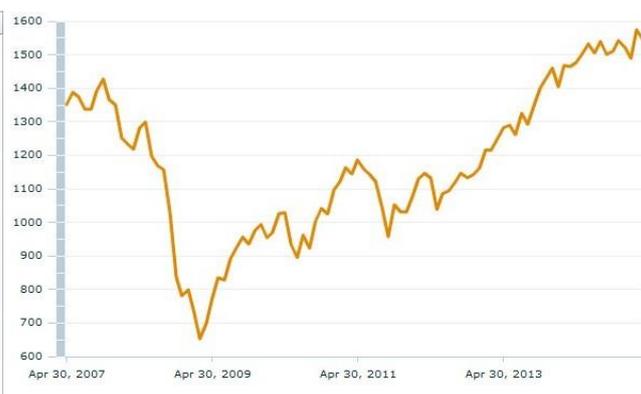
### 3. Последствия монетарных программ

Чтобы показать масштаб влияния «совокупности» «количественных смягчений» на мировые финансы не только на примере американских корпораций – через индекс S&P 500, проанализируем корреляцию таких индексов, как MSCI World, MSCI G7, MSCI Emerging markets and frontier markets, индекс волатильности (Volatility Index, VIX). Временный диапазон брался с конца 2007 г. (с начала ГФЭК) – по апрель 2015 г.

На рисунке 16 представлен фондовый индекс MSCI World (Morgan Stanley Capital International), отражающий ситуацию на мировом (консолидированном) фондовом рынке, который не сильно отличается от показанного на рисунке 17 MSCI G7.



Источник: MSCI Index [347].  
Рисунок 16 – MSCI World



Источник: MSCI Index [347].  
Рисунок 17 – MSCI G7

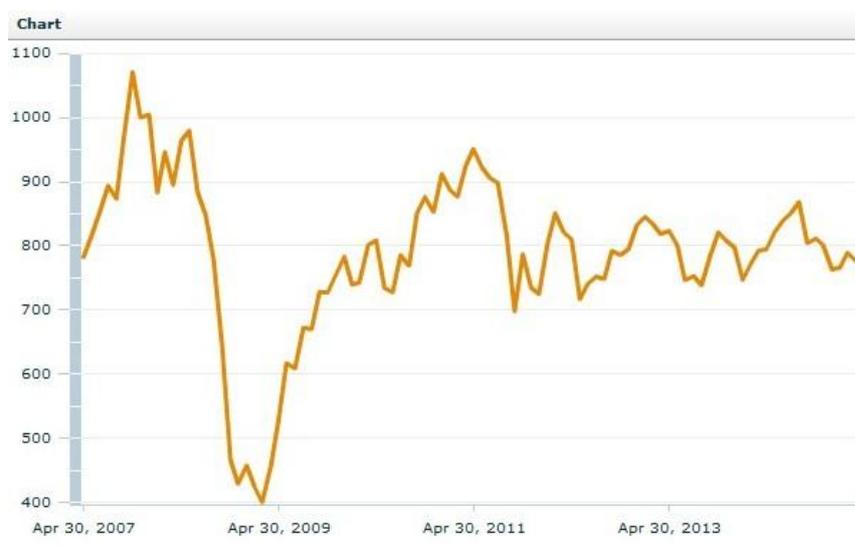
За ними же следует динамика чистой прибыли 800 крупнейших компаний США – рисунок 18. Здесь можно говорить об американских транснациональных компаниях, как о формирующих движение и развитие мировых финансовых и товарных рынков, основываясь на проведенном в 2007 г. исследовании Швейцарского национального технологического института (ETH Zurich), которое показало основных владельцев мировых активов [333]. Из более 30 млн участников базы данных было отобрано 43060 ТНК [333, р.3-4], из которых только 737 ТНК и ТНБ контролируют 80 процентов мирового капитала. Среди них есть ядро из 147 ТНК и ТНБ, которое управляет 40 процентами всего мирового капитала. В этом списке доминирующее положение занимают американские и европейские банковские группы: Barclays, UBS, JPMorgan Chase, Merrill Lynch, Bank of New York Mellon Corp., Goldman Sachs и др.



Источник: [350].

Рисунок 18 – Динамика чистой прибыли 800 американских компаний, млрд долларов

От них сильно отличается ситуация с развивающимися рынками. На рисунке 19 продемонстрирована динамика индекса MSCI, которая похожа на т.н. «кризисную пилу». Особенно это показательно начиная с весны 2011 г. Центральные банки формирующихся и развивающихся стран не проводят программы «количественного смягчения», поэтому страны G7, а также их банки и работающие с ними хедж-фонды находятся в более выигрышных условиях.



Источник: MSCI Index [347].

Рисунок 19 – Развивающиеся рынки (MSCI Emerging markets and frontier markets)

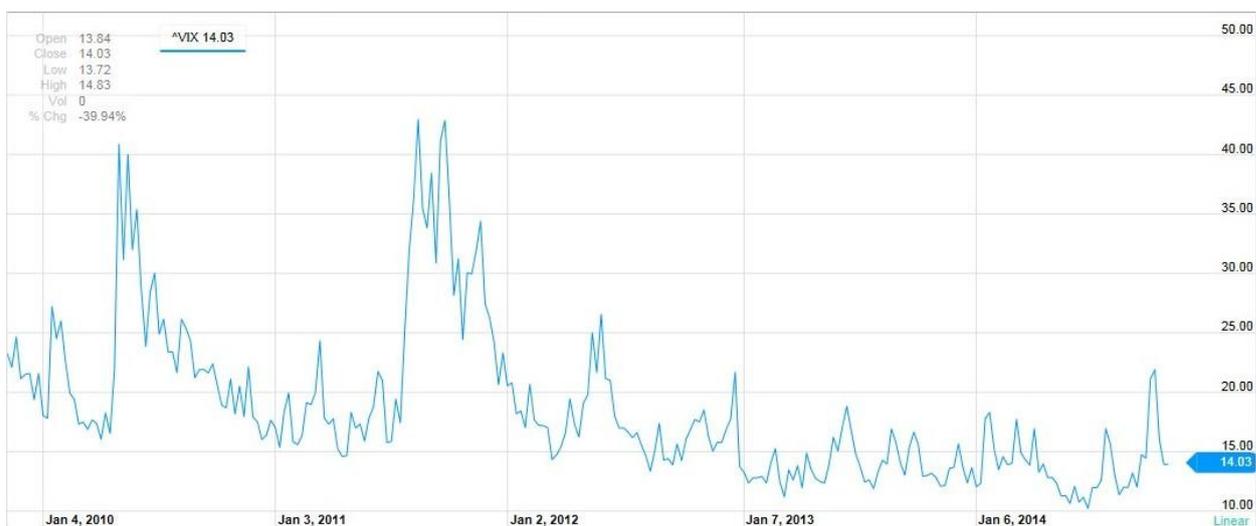
Индекс волатильности (VIX) – показывает масштаб нестабильности на американском финансовом рынке – то есть условия, в которых работают хедж-фонды и которые сами же хедж-фонды, а также другие участники финансовых рынков формируют. Индекс волатильности S&P 500 показан на рисунке 20 и 21.



Примечание – всплеск – острая фаза ГФЭК (сентябрь 2008 – апрель 2009), эскалация экономических проблем в Греции (с апреля 2010), понижение кредитного рейтинга США (август – октябрь 2011)

Источник: S&P 500 VIX [345]

Рисунок 20 – Индекс волатильности S&P 500 (2008 – 2012 гг.)



Примечание – эскалация кризиса в еврозоне (2010), понижение кредитного рейтинга США (2011)

Источник: S&P 500 VIX [345]

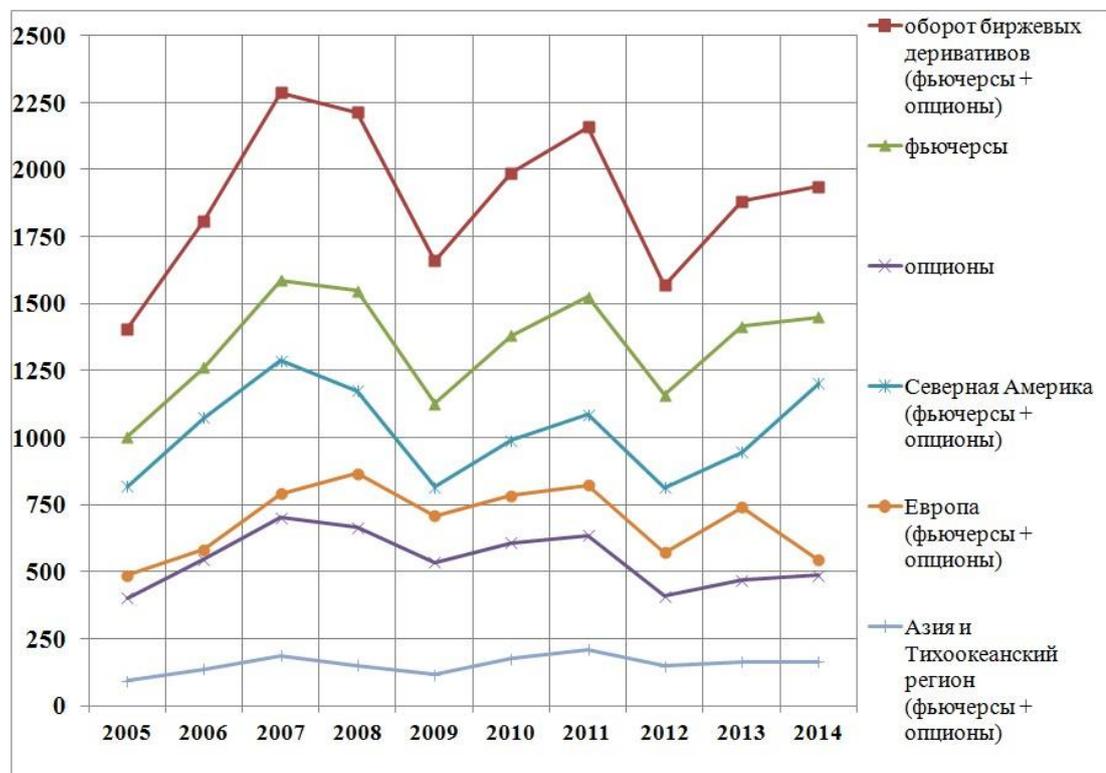
Рисунок 21 – Индекс волатильности S&P 500 (2010 – ноябрь 2014 г.)

В целом проведенный анализ расширения монетарной политики ведущими центробанками мира, как ключевого фактора роста хедж-фондов, показывает качественное изменение денежно-кредитной политики национальных монетарных органов стран G7 с начала глобального финансово-экономического кризиса.

## 2.2 Макрофинансовые изменения глобальной отрасли хедж-фондов

Происходящие изменения в отрасли хедж-фондов напрямую связаны с макрофинансовыми изменениями, особенно фиксируемыми на рынке производных финансовых инструментов, которые представляются базой для их деятельности.

В настоящее время оборот биржевых деривативов – только фьючерсов и опционов на организованных торговых площадках оценивается примерно в 2 квадриллиона долларов при заметном росте доли США и снижении участия стран ЕС – как это показано на рисунке 22 и в таблице 4.



Источник: рассчитано автором по данным Bank for International Settlements [216]  
Рисунок 22 – Оборот биржевых деривативов по регионам мира в 2005 – 2014 гг., в трлн долларов

Таблица 4 – Оборот биржевых деривативов по регионам мира в 2005 – 2014 гг.

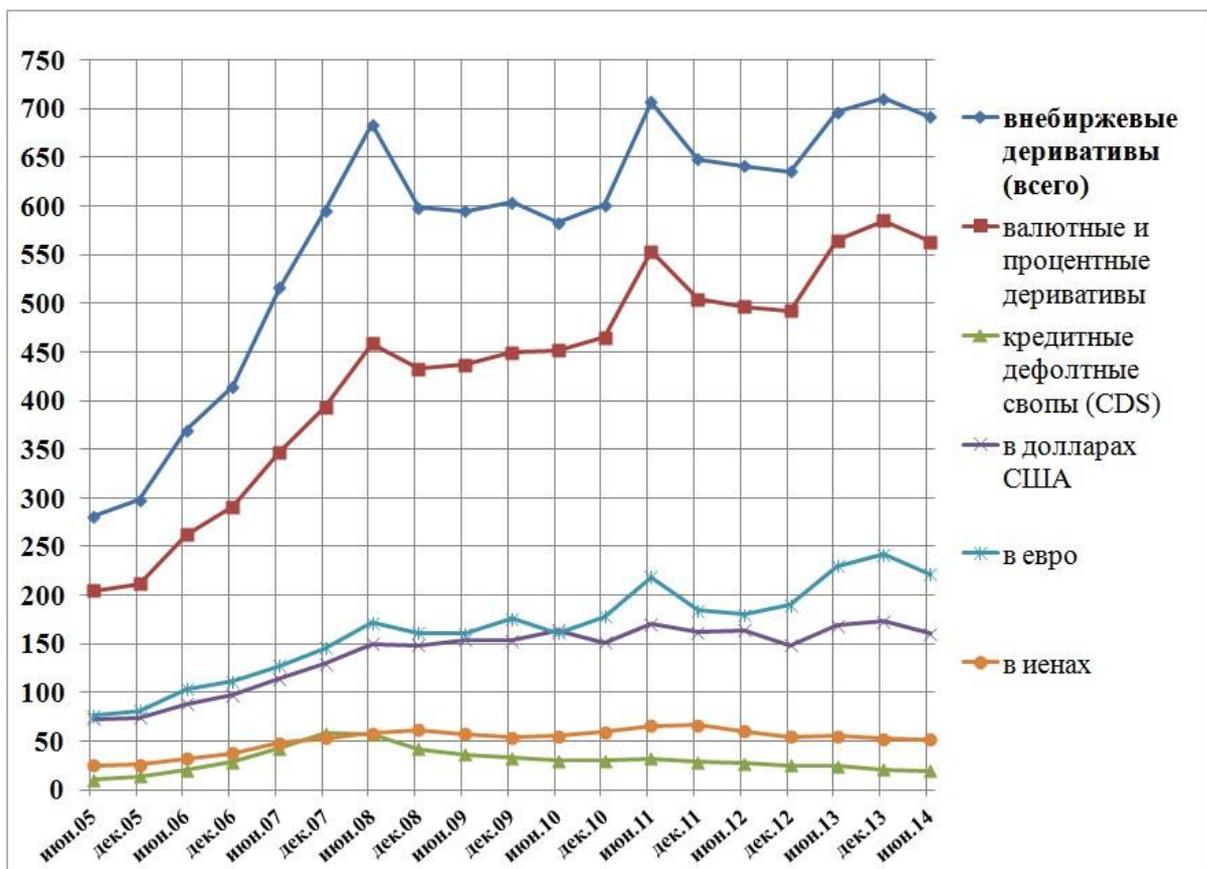
В триллионах долларов

характеристики	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>оборот биржевых деривативов (фьючерсы + опционы)</b>	1808121	2287987	2212808	1660150	1986969	2159534	1568557	1882777	1936468
<b>фьючерсы</b>	1261649	1585880	1547012	1126516	1380388	1524141	1159867	1415393	1450464
<b>опционы</b>	546472	702107	665796	533634	606581	635393	408690	467384	486004
<b>Северная Америка (фьючерсы + опционы)</b>	1075334	1287016	1174022	815415	990739	1085423	813962	945281	1203359
<b>Европа (фьючерсы + опционы)</b>	582730	791873	866760	707944	784580	823417	571905	740934	544053
<b>Азия и Тихоокеанский регион (фьючерсы + опционы)</b>	136417	185758	149354	115876	175022	210466	146792	164704	162868

Источник: рассчитано автором по данным Bank for International Settlements [216]

Обращает на себя внимание статистика по США, где оборот фьючерсов и опционов вырос с 2012 г. на 47 процентов, хотя в этом году начал действовать закон Додда-Франка.

При этом если информация по обороту биржевых деривативов посчитана довольно точно, то данных по внебиржевому сектору практически нет. Статистика Банка международных расчетов показывает только небольшую часть совершаемых сделок – рисунок 23 и таблица 5.



Примечание – использованы данные таблиц 19, 21В, 23А из ежеквартальных отчетов BIS Quarterly Review (detailed tables) 2005-2015.

Источник: рассчитано автором по данным Bank for International Settlements [216]

Рисунок 23 – Объем внебиржевых деривативов в 2005 – 2014 гг. в трлн долларов

Таблица 5 – Оборот внебиржевых деривативов в 2005 – 2014 гг.

В триллионах долларов

характеристики	дек.05	дек.06	дек.07	июн.08	дек.08	июн.09	дек.09	дек.10
внебиржевые деривативы (всего)	297670	414290	595738	683814	598147	594495	603900	601046
валютные и процентные деривативы	211970	291115	393138	458304	432657	437228	449875	465260
кредитные дефолтные свопы (CDS)	13908	28650	58244	57403	41883	36046	32693	29989
в долларах США	74441	97354	129756	149813	148661	154174	153373	151583
в евро	81442	111763	146082	171877	161445	160668	175790	177831
в иенах	25605	37757	53099	58056	61588	57452	53855	59509

## Продолжение таблицы 5

## В триллионах долларов

характеристики	июн.11	дек.11	июн.12	дек.12	июн.13	дек.13	июн.14
внебиржевые деривативы (всего)	706884	647777	641309	635685	696408	710633	691492
валютные и процентные деривативы	553240	504117	496215	492605	564673	584799	563290
кредитные дефолтные свопы (CDS)	32409	28626	26930	25068	24349	21020	19462
в долларах США	170623	161864	164095	148768	169196	173382	160805
в евро	219094	184702	180469	189702	229989	241668	221855
в иенах	65491	66819	60092	54816	55092	52551	51706

Источник: рассчитано автором по данным Bank for International Settlements [216]

Внебиржевые деривативы в данном случае – это только объемы контрактов, их оборот не фиксируется статистикой и, по разным оценкам, превышает приведенные данные по объему в десять раз. Статистика по организованным торговым площадкам показывает именно оборот, но только фьючерсов и опционов. Важно зафиксировать размеры отрасли деривативов, с которыми работают хедж-фонды.

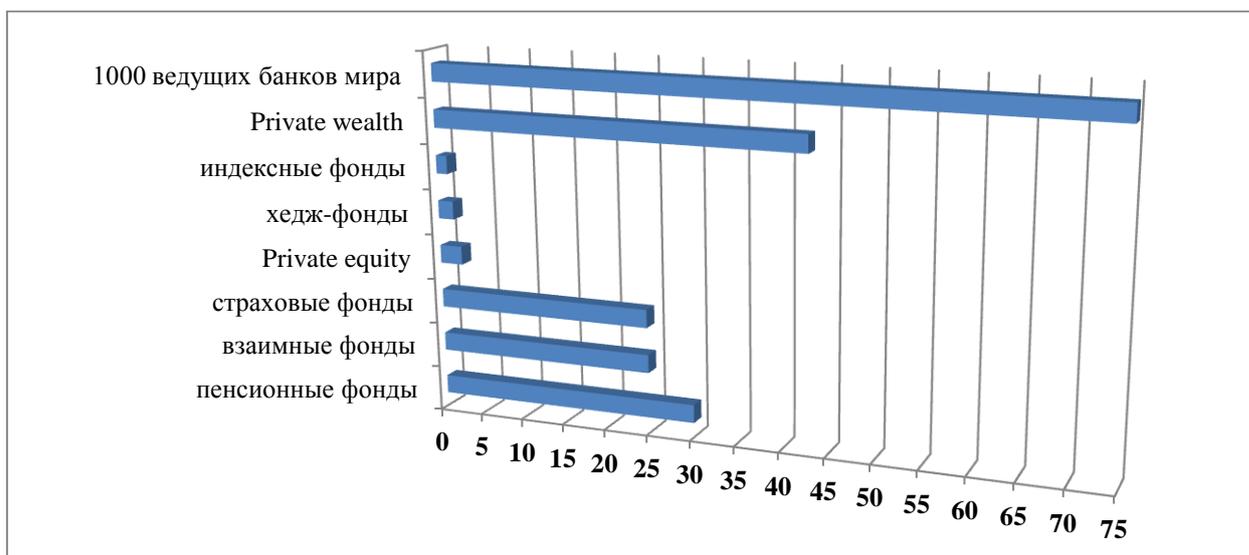
В 1992 г. количество хедж-фондов не достигало 1000, а активы под управлением составляли 35 млрд долларов, однако уже в 2000 г. 4000 фондов управляли пулом в 324 млрд долларов. В течение только докризисного 2008 г. (до сентября) их количество утроилось, достигнув 11000 (из них 3500 фондов – европейские) с активами в управлении почти в 2 трлн долларов. Так как в поле нашего исследования находится преимущественно время после возникновения глобального финансово-экономического кризиса 2008 г., то выделим два временных отрезка. Первый – с начала острой фазы ГФЭК в 2008 г. до начала введения ограничительных мер (закон Додда-Франка) в 2012 г. Второй подпериод – с 2012 г. по настоящее время (2015 г.).

#### **(I.) Период выживания хедж-фондов (2008-2012 гг.).**

Совокупные активы мировой отрасли хедж-фондов в 2011 г. вплотную приблизились к предкризисному уровню 2008 г. в 2,973 трлн долларов [245] и превысили 2,5 трлн долларов [291]. Общемировое количество фондов в начале 2012 г. превысило докризисные 10 000 и составило 12 000 – рисунок 25.

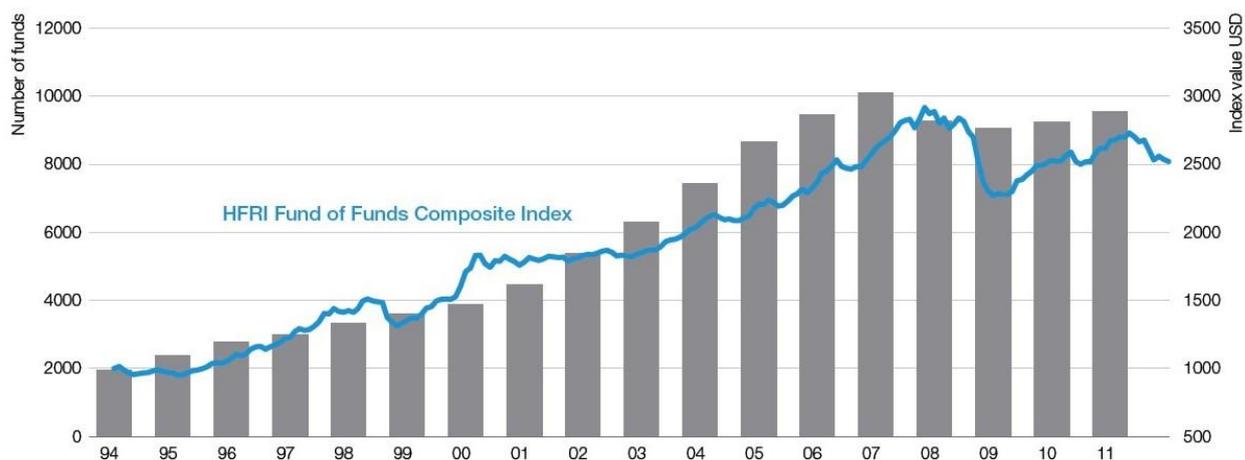
Однако, в сравнении с размером прочих финансовых инвестиционных институтов, таких как пенсионные, страховые и взаимные фонды, а также ведущие банки мира доля хедж-фондов представляется невысокой, что демонстрирует рисунок 24.

75 процентов активов всех хедж-фондов зарегистрированы в британских и американских офшорных юрисдикциях.



Источник: HFRI Indices [264, p.6-7].

Рисунок 24 – Активы под управлением, 2010 год, трлн долларов

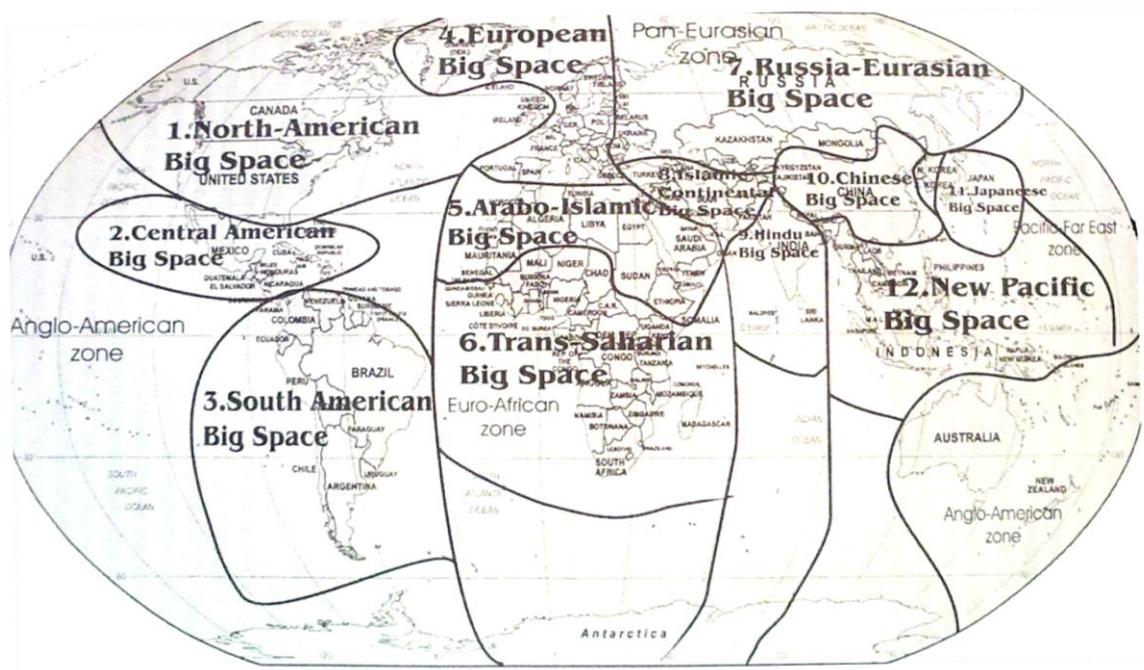


Примечание – шкала слева – количество фондов, справа – индекс в долларовом эквиваленте, млрд

Источник: HFRI Indices [341].

Рисунок 25 – Размеры отрасли хедж-фондов

Если посмотреть на регионы базирования хедж-фондов, то преимущественная их концентрация наблюдается в США. Для наглядности представления такой особенности международных финансов в качестве базовой модели регионального разделения возьмем карту «больших пространств». На рисунке 26 представлена карта 12 больших пространств: Североамериканское (Канада, США, Великобритания, Австралия), пространство центральной Америки (Мексика, Куба), Южноамериканское пространство (страны Южной Америки), Европа, Арабо-исламское пространство, Африка, Российско-Евразийское большое пространство, Центрально-исламское пространство, Индия, Китай, Япония и Тихоокеанское пространство [58,126].



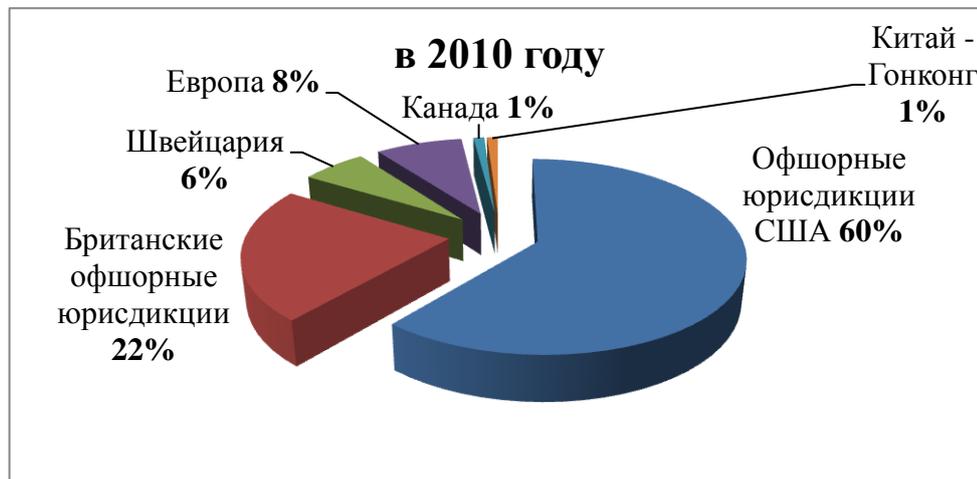
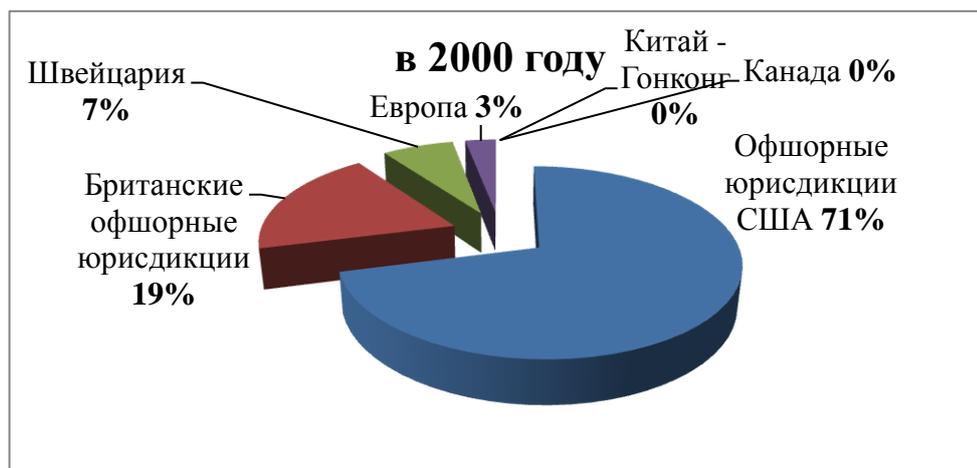
Источник: [55, с.461-466].

Рисунок 26 – Карта больших пространств

Ключевой зоной сосредоточения активов хедж-фондов (75-80%) является Североамериканское большое пространство (№1 на карте). По решению сформированной в США комиссии по расследованию причин кризиса в июле 2010 г. был принят закон Додда-Франка, в котором, помимо всего прочего, прописаны ограничительные меры и для фондов. Однако положения закона не ограничивают деятельность хедж-фондов, зарегистрированных в американских офшорных юрисдикциях [238, 223], тогда как 80 процентов всех американских

фондов зарегистрированы на территории Каймановых островов [224]. В остальных больших пространствах хедж-фонды представлены незначительно.

Второе место по размеру активов принадлежит Европе. Европейская отрасль хедж-фондов накануне кризиса в конце 2007 г. достигла 464 млрд долларов. Количество хедж-фондов за 7 лет выросло в 6 раз и составило 3000. Однако благодаря острой фазе кризиса к марту 2009 г. европейская доля сократилась до 293 млрд долларов (уровень 2005 г.).



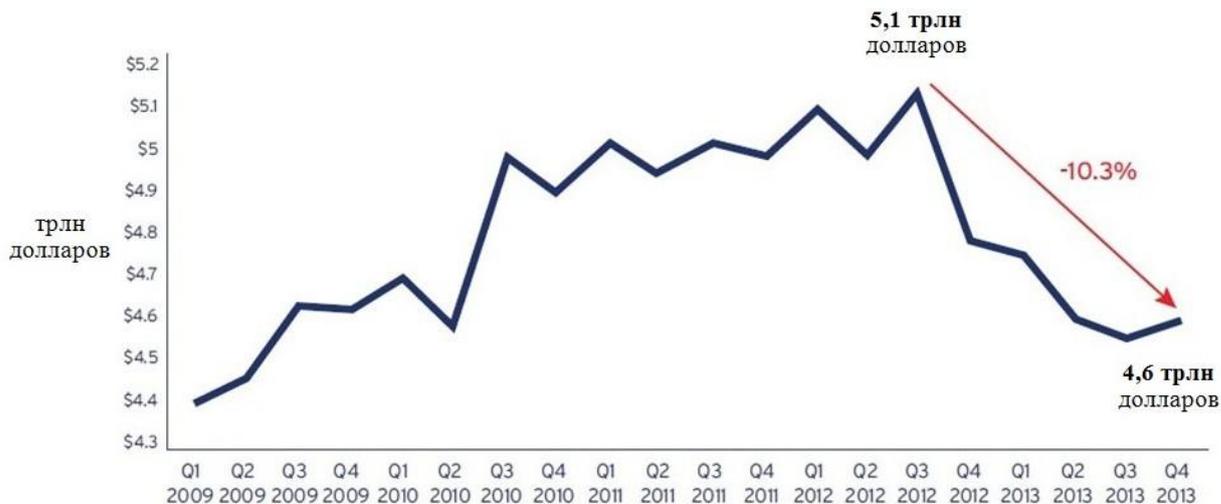
Источник: составлено автором по Hedge Fund Flow Report [266, p.1-8]  
Рисунок 27 – Активы хедж-фондов – региональное разделение

Существенное укрупнение ведущих 100 хедж-фондов произошло во время ГФЭК. Так, если в 2003 г. 1% хедж-фондов владел 54% всех активов, то в начале 2010 г. ему принадлежало уже 70% [301]. Крупнейшим хедж-фондом по состоянию на январь 2010 г. являлся JP Morgan, в управлении которого находилось 50 млрд долларов.

Высокое значение для хедж-фондов имеют офшорные зоны. Так, статистика 1980 – 2000-х гг. свидетельствует о нарастающем перемещении активов институциональных инвесторов и их юридического местоположения в офшорные зоны при сохранении Нью-Йорка и Лондона в качестве ведущих центров управления активами. Еще в 1999 г. примерно половина трансграничных активов банков находилась в офшорных финансовых центрах. Центры сосредоточения банков – Каймановы острова, Панама, Багамы и др. В 2008 г. примерно половина всех хедж-фондов в мире зарегистрирована в офшорах, в том числе 35 процентов на Каймановых островах, 5 процентов – на Британских Виргинских островах, 4 процента – на Бермудах, 1 процент – в Люксембурге. Более 40 процентов глобальных активов хедж-фондов находится под управлением из Нью-Йорка (более 70 процентов – в целом из США), 18 процентов – из Лондона (более 20 процентов – из Европы). Более 30 процентов – зарегистрированы в США, 7-8 процентов – в Европе [261, р.2]. Важную роль в отрасли хедж-фондов и других коллективных инвестиций играют Ирландия и остров Джерси [262].

**(II.) Период трансформации отрасли хедж-фондов и ожидание экспансии (2012-2015 гг.).** Выделяемые в рамках монетарных программ ЦБ средства, накапливаясь у банков, в поисках точки применения, поступая, в том числе на финансовые рынки, стали находить свое применение в отрасли хедж-фондов.

Закон Додда-Франка и Правило Волкера во многом ограничили деятельность банков на финансовых рынках, запретив им совершать куплю-продажу ценных бумаг на собственные средства. Эти регулятивные меры вызвали некоторое сокращение активов под управлением у банков (что проиллюстрировано на рисунке 28) и одновременный переток этих средств в отрасль хедж-фондов.



Источник: Федеральный резервный банк Нью-Йорка [Электронный ресурс] // Сайт Федерального резервного банка Нью-Йорка. – Режим доступа: <https://www.newyorkfed.org/> (дата обращения 10.12.2014).

Рисунок 28 – Снижение активов и ценных бумаг под управлением коммерческих банков США (банки и банковские холдинги), вызванное введением регулятивных мер США – законом Додда-Франка в июле 2012 г., трлн долларов

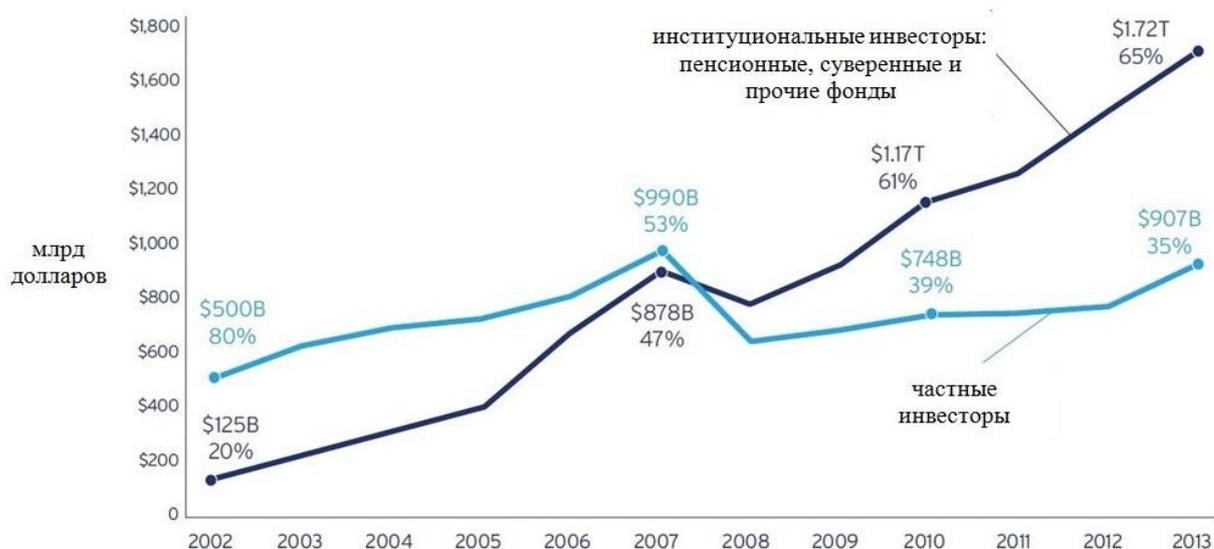
Таким образом, новые правила финансового регулирования ограничили ТНБ США. Однако они быстро решили проблему через возможности принадлежащих им хедж-фондов.

Масштабное развитие отрасли хедж-фондов подразумевает сегодня процесс, когда их команды менеджеров и аналитиков получают все большее количество запросов со стороны ТНБ, а также пенсионных, суверенных и прочих фондов. Происходит их сближение по взаимовыгодным соображениям. Банкам и прочим фондам нужен аналитический потенциал хедж-фондов, для получения больших доходностей. Хедж-фондам интересны предложения, которые могут сделать эти институциональные инвесторы.

С одной стороны, хедж-фонды выступают абсорбирующим механизмом рисков для финансовой системы, прежде всего, владеющих большей частью хедж-фондов транснациональных банков, но, с другой стороны, постепенно накапливается общий системный риск, за счет вовлечения в свои рискованные стратегии значительного числа участников финансовых рынков – влияют на мирохозяйственные связи. По сути, здесь можно провести параллель с

примером банкротства LTCM (крупнейший хедж-фонд Long Term Capital Management, обанкротившийся в 1998 г.), когда в аналитическом аппарате работала целая команда докторов наук, включая Нобелевских лауреатов (М.Шоулз, Р.Мертон), но все равно был допущен ряд системных ошибок, главной из которых было отсутствие учета рисков со стороны России (кризис ГКО в 1998 г. стал катализатором цепочки банкротств) [150].

Финансовые аналитики банка Citigroup подготовили доклад об изменениях отрасли хедж-фондов в ближайшие несколько лет [298, 299]. При подготовке они консультировались с командами 138 частных финансовых структур (особенно хедж-фондов), под управлением которых находилось 14,8 трлн долларов, из них 1 трлн долларов – у хедж-фондов (а это немногим меньше половины всей отрасли на сегодня – рисунок 29).



Примечание – по состоянию на конец 2013 г. – 2,63 трлн долларов

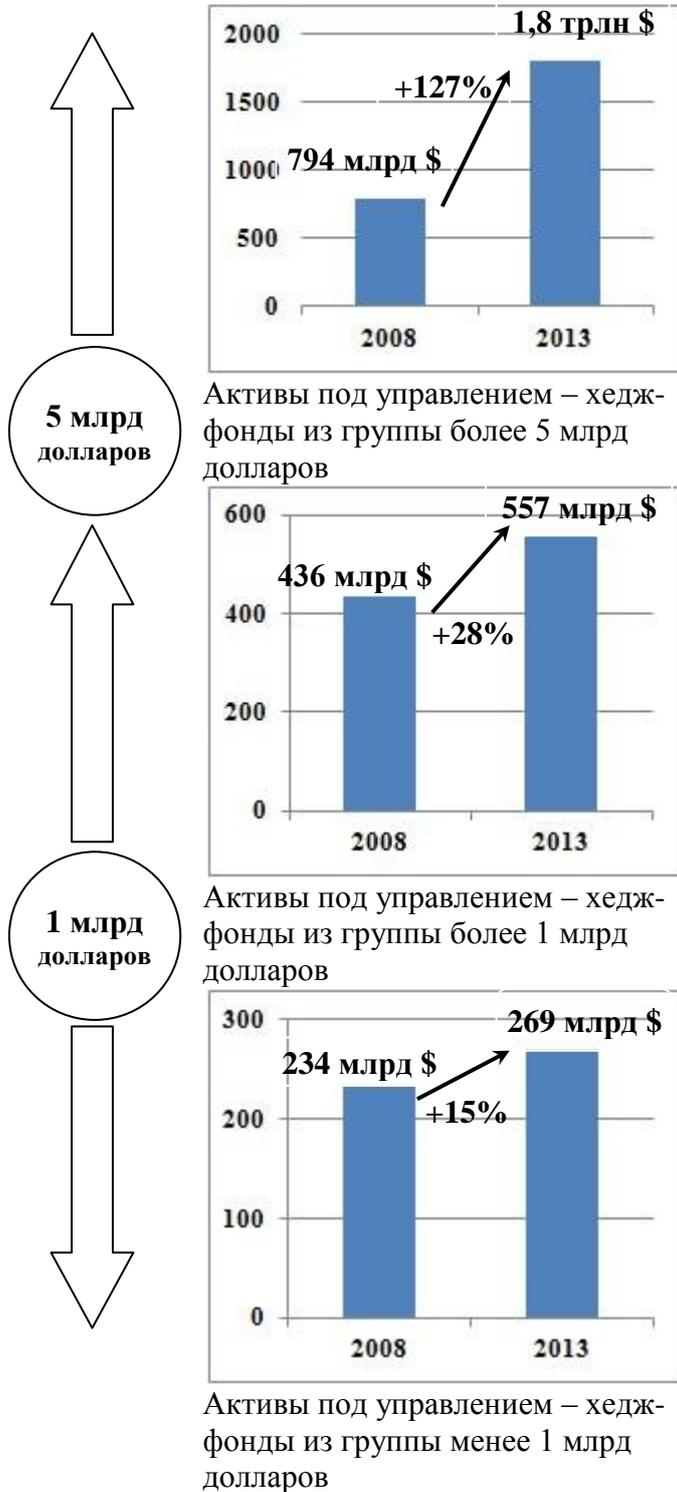
Источник: аналитический доклад Citigroup [298].

Рисунок 29 – Объем средств под управлением хедж-фондов и их источник.

Как показано на рисунке 28 с 2007 г. произошло значительное изменение в источниках поступления средств в отрасль хедж-фондов. Институциональные инвесторы, к числу которых относятся также пенсионные, суверенные, взаимные и некоторые другие фонды, терпя убытки от кризисной нестабильности и видя устойчивость позиций хедж-фондов, фактически сконцентрировались на аналитическом потенциале последних.

В течение пяти лет с начала ГФЭК в хедж-фонды пришли в основном институциональные инвесторы, которым было необходимо получить:

1. Страховку от кризисных явлений (оптимизация волатильности);
2. Диверсификацию рисков;
3. Повышенную доходность.



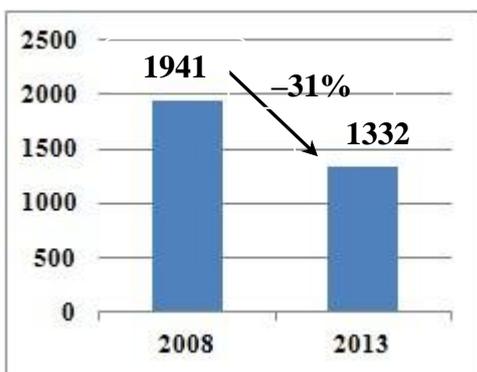
В результате запуска в период острой фазы ГФЭК масштабного процесса слияний и поглощений (M&A) – крупные финансовые игроки вбирали в себя небольших (должников или просто скупали банкротов за бесценок), а мелкие не выдерживали колебаний рынка. На рисунке 30 показано, что активы под управлением хедж-фондов из группы «более 5 млрд долларов» выросли на 127 процентов – с 794 млрд долларов до 1,8 трлн долларов. Из группы «от 1 до 5 млрд долларов» рост хедж-фондов составил 28 процентов – до 557 млрд, а из группы «до 1 млрд» – 15 процентов – до 269 млрд долларов.

Источник: аналитический доклад Citigroup [298].

Рисунок 30 – Рост активов под управлением в различных группах хедж-фондов – с 2008 по 2013 г., млрд долларов

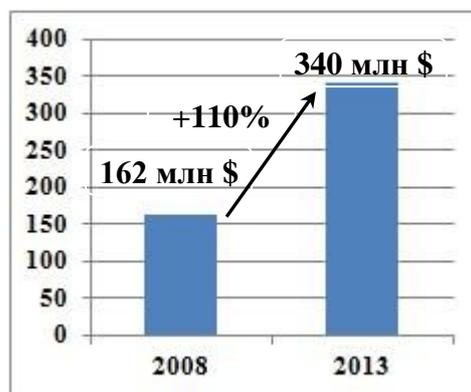
В период с 4 квартала 2008 г. по 4 квартал 2013 г. в отрасль хедж-фондов поступило 1,2 трлн долларов. Из них – только 6 процентов было привлечено хедж-фондами, размером меньше 1 млрд долларов, а 84 процента этих денег инвестированы в хедж-фонды, размер активов под управлением которых был больше 1 млрд долларов.

Обращает на себя внимание еще одна тенденция. Глобальный M&A и ГФЭК привели к тому, что число небольших хедж-фондов (в диапазоне от 100 млн долларов до 1 млрд долларов) сократилось с 1941 в 2008 г. до 1332 в 2013 г. – как показано на рисунке 31 – однако средние активы каждого фонда увеличились почти на 110 процентов – с 162 млн долларов до 340 млн долларов – рисунок 32.



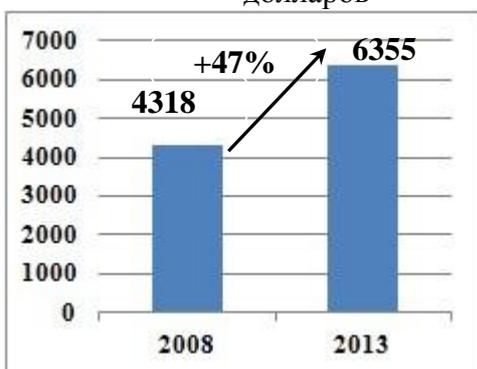
Источник: аналитический доклад Citigroup [298].

Рисунок 31 – Количество хедж-фондов, активы которых от 100 млн до 1 млрд долларов



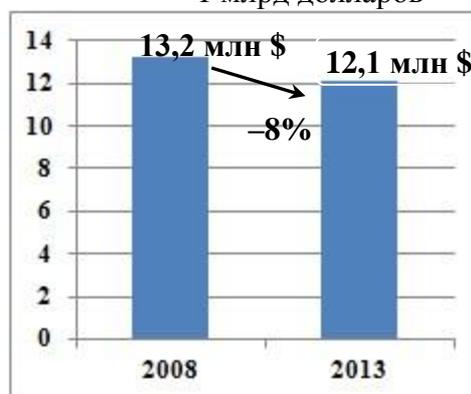
Источник: аналитический доклад Citigroup [298].

Рисунок 32 – Средняя величина хедж-фондов, активы которых от 100 млн до 1 млрд долларов



Источник: аналитический доклад Citigroup [298].

Рисунок 33 – Количество хедж-фондов, активы которых меньше 100 млн долларов

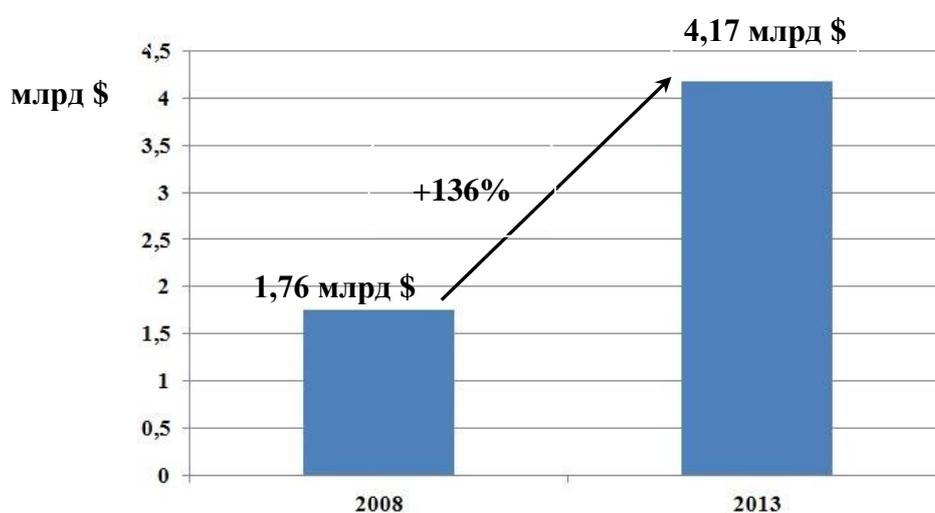


Источник: аналитический доклад Citigroup [298].

Рисунок 34 – Средняя величина хедж-фондов, активы которых меньше 100 млн долларов

Рисунок 33 показывает, что количество сравнительно маленьких хедж-фондов (до 100 млн долларов) напротив значительно выросло – с 4318 по состоянию на 2008 г. до 6355 в конце 2013 г. Средняя величина активов под управлением осталась практически такой же как и в 2008 г. (13.2 млн долларов) – 12,1 млн долларов по состоянию на конец 2013 г. – демонстрирует рисунок 34.

Значительно вырос и сегмент особо крупных хедж-фондов. На рисунке 35 показано, что средний размер хедж-фондов из группы более 1 млрд долларов под управлением – вырос за 5 лет с 1,76 млрд до 4,17 млрд долларов.



Источник: аналитический доклад Citigroup [298, 299].

Рисунок 35 – Рост среднего совокупного размера активов под управлением группы хедж-фондов (больше 1 млрд долларов), млрд долларов, 2008 и 2013 гг.

Таким образом, происходит процесс укрупнения больших хедж-фондов при росте числа небольших (меньше 100 млн долларов), на фоне все большей взаимной интеграции (конвергенции) хедж-фондов с прочими институциональными инвесторами, такими как пенсионные фонды, благотворительные фонды и прочие. За счет повышения взаимозависимости финансовых и прочих игроков происходит рост влияния хедж-фондов на мирохозяйственные связи. Особенно заметно это в Соединенных Штатах. Не столь явная и устойчивая тенденция развития отрасли хедж-фондов наблюдается в ЕС. В результате повышается рост чувствительности финансовой системы США и в целом мировой финансовой системы к возникновению и

усилению кризисных явлений в случае наступления финансового, банковского или другого кризиса.

Если, как правило, полноценное воздействие изменения состояния финансовых рынков на реальный сектор экономики составляет от 2 до 6 месяцев, то в настоящее время этот временной диапазон сокращается. Это происходит за счет показанных процессов «сращивания» хедж-фондов с прочими участниками хозяйственной деятельности. В первую очередь это касается пенсионных фондов.

### 2.3 Основные направления воздействия хедж-фондов на мирохозяйственные связи. Изменения в стратегиях хедж-фондов

Хедж-фонды работают по всему спектру финансовых рынков. Если рассматривать стратегию глобального макроинвестирования (Global Macro), то хедж-фондам интересны несовершенства рынков, включая возможность участия в формировании финансовых пузырей. В событийных стратегиях проявляется возможность извлечения прибыли при слияниях и поглощениях (M&A), банкротствах, первичных размещениях (IPO) и прочих событиях, включая умышленные банкротства компаний. В целом, команды аналитиков хедж-фондов для достижения заявленных целей должны обладать значительным финансовым потенциалом и глубиной анализа.

Однако хедж-фонды, руководствуясь стремлением максимизировать прибыль, с каждым годом оказывают все большее влияние на прочих участников мирохозяйственных связей, зачастую формируя целые направления движения рынков, непосредственно участвуя в тех или иных значимых для мировой экономики событиях.

Чтобы зафиксировать факт влияния отрасли хедж-фондов на трансформацию мирохозяйственных связей сформулируем несколько таких направлений.

**Первое направление** воздействия отрасли хедж-фондов на трансформацию мирохозяйственных связей относится к использованию хедж-

фондами «событийных стратегий». Наиболее показателен здесь случай Аргентины, когда группа хедж-фондов оспорила результаты реструктуризации госзадолженности после дефолта 2001 г. и тем самым фактически вернула стране статус технического дефолта.

В 2001 г. Аргентина пережила самый крупный за всю историю дефолт (в совокупности потери превысили 100 млрд долларов). Долг составил 160 процентов ВВП, безработица – 25 процентов, 50 процентов населения оказались за чертой бедности.

В 2005 и 2010 гг. Аргентина реструктурировала 93 процента госдолга на сумму 81 млрд долларов (владельцы долговых обязательств с дефолта 2001 года). Владельцам дефолтных облигаций был предложен обмен на новые облигации со скидкой (порядка 70 процентов) от их первоначальной стоимости с увеличением сроков платежей и понижением процентной ставки. На такую операцию согласилось 92,4 процента держателей облигаций. Сумма реструктурированной задолженности превысила 190 млрд долларов. Однако 7,6 процента – не приняли условия реструктуризации. В основном это были хедж-фонды, которые теперь требуют 100 процентного погашения задолженности [188].

Летом 2014 г. нью-йоркский судья Томас Гриеса (Thomas Poole Griesa) встал на защиту интересов этих кредиторов (хедж-фондов) и обязал Аргентину выплатить им 1,33 млрд долларов. Это привело к угрозе технического дефолта по отношению к остальным кредиторам, поскольку американский судья постановил, что Буэнос-Айрес не должен осуществлять платежи, пока не рассчитается с теми, кто не согласился с условиями реструктуризации. Он также установил срок до 30 июля 2014 г., в течение которого Аргентина в ходе переговоров должна была достичь соглашения со своими кредиторами.

Хедж-фонды – не являются подлинными кредиторами Аргентины. Во время дефолта они скупили по низкой цене ценные бумаги после обмена с единственной целью – начать судебный процесс против Аргентины и получить прибыль.

Американский фонд NML Пола Сингера – в 2008 г. заплатил 48,7 млн долларов за ценные бумаги, по которым были прекращены платежи. Сегодня приговор судьи Т.Гриеса признает в его пользу сумму в 832 млн долларов – то есть прибыль за 6 лет составила 1608 процентов. Остальные хедж-фонды во главе с Elliott Management Corp. держат пакет аргентинских бумаг на сумму, превышающую 1,3 млрд долларов [188].

К июлю 2014 г. сложилась ситуация, согласно которой, если бы Аргентина заплатила порядка 1,5 млрд долларов по иску, то она должна была бы заплатить в ближайшем будущем 15 млрд долларов другим держателям долга, что эквивалентно 50 процентам всех резервов страны. Остальные держатели потребовали бы тех же условий, и тогда общая выплата им превысила бы 120 млрд долларов.

Соответственно если Аргентина не заплатит, то приговор суда запрещает ей платить и по обязательствам 92,4 процента держателей ценных бумаг. The Bank of New York и другие участвующие в данном процессе структуры не станут проводить соответствующие платежи. В результате 31 июля 2014 г. снова был объявлен технический дефолт.

Американский суд заблокировал для Аргентины возможность делать платежи по процентам тем кредиторам, которые обменяли свои облигации на менее ценные, до тех пор, пока она не рассчитается с американскими хедж-фондами. Рейтинговые агентства Standard&Poor's и Fitch сразу же понизили рейтинг страны до состояния выборочного дефолта.

Хедж-фонды также вложили массу средств в лоббирование своих интересов и пропаганду – с целью убедить весь мир, что Аргентина не рассчитывается по своим долгам и отказывается от переговоров.

Таким образом, решение американского правосудия в данном конкретном случае отвечает интересам 1,6 процента держателей долга, специализирующихся на судебных тяжбах, фактически отменяет реструктуризацию долга на условиях, которые добровольно приняли 92,4 процента кредиторов.

Приговор суда ставит под угрозу не только Аргентину, но любую другую страну, которая будет вынуждена прибегнуть в будущем к реструктуризации долга. Пока разбирательства вокруг этого дела все еще продолжаются. Глава Аргентины Кристина де Киршнер назвала ситуацию похожей не на дефолт, а на нечто иное, ни на что до сих пор не похожее. Опасно то, что в связи с отсутствием международной правовой базы по дефолтам суверенной страны этот прецедент означает, что даже если достигнуты договоренности с 99,9 процентами кредиторов, 0,1 процента может сделать недействительным весь процесс реструктуризации [188].

Здесь важно сделать оговорку, что хедж-фонды фактически действовали согласно своим принципам, используя все те возможности и инструменты, которые у них были. Другой вопрос – наличие лазеек в системе, которые позволяют хедж-фондам достигать успеха. Однако пример Аргентины свидетельствует в пользу оказания влияния отрасли хедж-фондов на трансформацию мирохозяйственных связей, так как дефолт государства предполагает ряд значимых торгово-экономических и финансовых последствий, как для него самого, так и для всех хозяйствующих субъектов, выполняющих трансграничные операции и ведущих деятельность внутри этого государства.

Аналогичная ситуация складывается сейчас на Украине, где порядка 50 процентов гособлигаций скупили хедж-фонды, преимущественно американского происхождения. Список этих хедж-фондов представлен в таблице 6.

Так, например хедж-фонд Franklin Templeton специализируется на скупке проблемных активов и бумаг (руководитель фонда Майкл Хейзенстэб провел аналогичные успешные кампании в Ирландии, Южной Корее и Венгрии) [346]. Если учитывать, что по состоянию на 1 мая 2014 г. общая сумма обязательств Украины по суверенным еврооблигациям составляла 17,4 млрд долларов, то порядка 40 процентов из них принадлежала этому фонду. Интересен также факт, что Franklin Templeton скупал данные ценные бумаги, тогда как другие инвесторы от них отказывались.

Таблица 6 – Хедж-фонды – держатели гособлигаций Украины

Название хедж-фонда	млн долларов	Количество гособлигаций
Franklin Templeton	6497,139	44
PIMCO	289,029	22
BlackRock	258,125	41
Stone Harbor Investment	236,778	21
Partners Fidelity	227,686	44
Ashmore Investment Management Limited	154,437	15
TCW Asset Management Co (TAMCO)	153,375	3
Pictet Asset Management	139,720	8
T. Rowe Price	132,759	12
JP Morgan	120,278	39
Invesco	114,447	14
ING Investment Management B.V. (Europe)	94,548	12
Goldman Sachs Asset Management	90,917	25
Wellington Management Co LLP	57,250	14
Pioneer	53,925	9
Kokusai Asset Management Co Ltd	42,055	8
Western Asset Management	41,148	16
Grantham Mayo Van Otterloo & Co LLC (GMO)	36,381	1
Voya Investment Management	33,562	7

Источник: Reuters [247].

Pacific Investment Management Company (PIMCO) – второй из крупнейших держателей украинского долга, входит в немецкую группу Allianz, и управляет капиталом в размере около 1,5 трлн долларов. Фонд, который инвестирует в облигации Украины – Pimco Total Return Fund. Под управлением инвестиционной группы BlackRock со штаб-квартирой в Нью-Йорке находится порядка 4,77 трлн долларов.

Общая цель хедж-фондов здесь – достижение выгодных им задач, получение доступа к ряду активов и участие в продвижении продукции взаимодействующих с ними компаний. Все это – ценой оказания давления на государственный экономический суверенитет. Таким образом, обеспечивается влияние на мирохозяйственные связи.

Так, например, американский хедж-фонд Marathon Asset Management с сильным дисконтом (порядка 50 процентов или больше) выкупает ценные

бумаги кризисных государств и компаний, после чего требует и добивается их полного погашения. Например, в Греции в 2012 г. была достигнута предварительная договоренность с инвесторами о списании 50 процентов национального суверенного долга. Но ряд хедж-фондов (Saba Capital Management, York Capital Management, Cape View Capital) стал требовать полного возврата средств – порядка 20-25 млрд евро. Их намерение было поддержано ЕЦБ.

Таким образом, пример работы хедж-фондов по извлечению прибыли на таких «событиях» как дефолт Аргентины, кризисная ситуация на Украине и в Греции, по сути во многом усугубляет эти «события», таким образом привязывая ситуацию к воле хедж-фондов. Пример с Аргентиной создает прецедент, когда группа финансовых игроков способна управлять суверенитетом страны, представляя угрозу ее экономической безопасности. Степень влияния на мирохозяйственные связи представляется высокой, так как за предефолтным и тем более дефолтным состоянием государства следует целая цепочка не только торговых и финансово-экономических последствий, но также, что наиболее важно, ухудшение социально-демографической обстановки.

Помимо этого хедж-фонды своими действиями вносят еще один прецедент, способствующий утрате легитимности МВФ как гаранта стабильного функционирования государств. Реструктуризация государственного долга становится ловушкой для национальных правительств, так как в любом случае они могут стать заложниками воли хедж-фондов. У стран в этом случае нет рычагов влияния на ситуацию, таким образом, подрывается их суверенитет как субъектов мирохозяйственных связей.

Аргентинский случай, однако имеет свое продолжение в виде структурного элемента Транстихоокеанского партнерства (ТТП), итоговое соглашение по которому было подписано министрами торговли 12 стран (Австралия, Бруней, Вьетнам, Канада, Малайзия, Мексика, Новая Зеландия, Перу, Сингапур, США, Чили и Япония) 5 октября 2015 г. после восьмилетних

переговоров [252]. Здесь проявляется **второе направление** воздействия отрасли хедж-фондов на трансформацию мирохозяйственных связей.

Созданием зоны свободной торговли США обеспечивают полную свободу своих инвестиций на рынках партнеров по ТТП. Это проявляется в:

1) отказе принимающего государства от требований к инвестору создать юридическое лицо (в стране-реципиенте инвестиций);

2) введении в действие правила ISDS (Investor-state dispute settlement [344] или «разрешение споров между инвесторами и государствами»), согласно которому, в случае возникновения у инвестора конфликта с принимающей стороной по поводу инвестиций, разрешить проблему он может, например, в американском арбитражном суде. Как это было сделано, однако, в одностороннем порядке, в случае с Аргентиной.

То есть обеспечивается беспрепятственный с точки зрения национального юридического регулирования доступ крупных американских корпораций и банков, а также хедж-фондов на рынки стран-членов ТТП. Помимо этого, пример Аргентины будет введен в норму для 11 государств за счет действия правила ISDS. Данное соглашение не только ликвидирует национальный экономический суверенитет этих стран, но и значительно простимулирует торговую активность в США. В американском Институте мировой экономики Петерсона подсчитали, что в случае полноценного запуска ТТП прирост доходов США составит 59 млрд долларов к 2020 г. и 78 млрд долларов к 2025 г., а в случае успеха по Азиатско-Тихоокеанской зоне свободной торговли (Free Trade Area of the Asia-Pacific, FTAAP) – 328 млрд долларов к 2025 г. [296, p.75]

В разработке и подготовке многочисленных переговоров по заключению соглашения по ТТП принимали участие крупные представители американской отрасли хедж-фондов, лоббируя свои интересы – обеспечение беспрепятственного доступа к экономикам и финансовым системам стран-подписантов новой зоны свободной торговли, а также легализацию разрешения споров в американских судах.

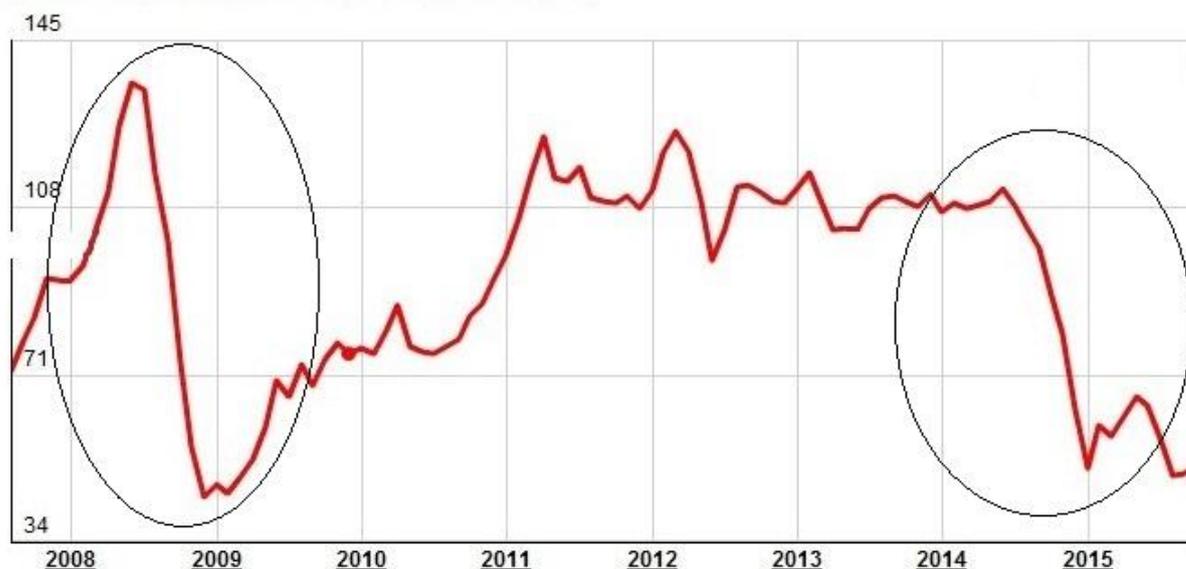
Активные переговоры по Транстихоокеанскому партнерству велись, начиная с 2008 г., на который пришлась острая фаза глобального финансово-

экономического кризиса. Здесь прослеживается временная связь с наблюдавшимся в течение этого же срока ростом отрасли хедж-фондов и ее трансформацией, проявлявшейся в более тесном сотрудничестве с крупнейшими транснациональными банками, получающими средства от программ «количественных смягчений» Федеральной резервной системы США и других центробанков. Создание ТТП, фактически окажет наиболее сильное воздействие на процесс трансформации мирохозяйственных связей, причиной которого, в том числе, стала лоббистская деятельность группы хедж-фондов. По сути дела, если говорить о ТТИП, ТТП, РВЭП, Азиатско-тихоокеанской ЗСТ, то речь идет о постепенной трансформации глобального торгово-инвестиционного уклада.

К **третьему направлению** влияния хедж-фондов на трансформацию мирохозяйственных связей относится возможность хедж-фондов оказывать воздействие на движение цен на те или иные товары. Существенным здесь выступает значимое движение цен.

Факт систематического воздействия финансовых спекулянтов, включая хедж-фонды, на процесс ценообразования на сырьевые товары и, как следствие, продукты питания и все товары, зависящие от сырья, признают эксперты Всемирного банка [211]. Вызванные этим резкие скачки цен на продукты питания в 2007-2008 гг. и 2010-2011 гг. обусловлены преимущественно факторами игры спекулятивных фондов на биржах [284].

Наиболее показательным в данном случае является пример с движением цен на нефть марки Brent в 2008 (падение более чем в 4 раза: со 145,29 долларов за баррель 3 июля 2008 г. до 33,87 долларов за баррель 19 декабря 2008 г.) и 2014 гг. (снижение более чем в 2 раза: со 110,9 долларов за баррель 31 декабря 2013 г. до 47,38 долларов за баррель 12 января 2015 г.), что показано на рисунке 36.



Источник: Сайт Commodities. – Режим доступа: <http://fx-commodities.ru/oil> (дата обращения 20.10.2015).

Рисунок 36 – Цена на нефть марки Brent, долларов США, октябрь 2007 – октябрь 2015 г.

Brent – смесь нескольких сортов нефти, добываемых на шельфе Северного моря, истощение которого привело к тому, что нефтяной рынок все больше становится виртуальным. Так, объем реального рынка нефти (спотовый) оценивается в 3,5 трлн долларов, тогда как оборот виртуального (фьючерсного) – около 35 трлн долларов (без учета опционов и фьючерсов на рынках Азии и Ближнего Востока) [169]. Не лучше ситуация с нефтью марки WTI, реальная поставка которой составляет максимум 2 процента объема торгов. Большинство биржевых контрактов заканчивается тем, что в конце их срока действия покупатель просто выплачивает разницу между ценой контракта и реальной ценой нефти на тот момент. Однако хедж-фонды, являясь активными игроками на виртуальном рынке нефти, способны вызывать сильные движения всего рынка, что они делали в 2008 и 2014 гг. путем организации массовых спекулятивных атак на понижение. Обращает на себя внимание факт, что с 2012 г., после острой фазы ГФЭЖ, в энергетическом секторе было на 40 процентов больше спекулятивных денег, чем в 2008 г. накануне кризиса [226]. При этом в поле внимания попадают, как правило, сильные движения цен,

тогда как незначительные, переходящие в волатильность, – остаются в поле нормального естественного рыночного ценообразования.

Степень влияния на мирохозяйственные связи здесь проявляется в последствиях такого значимого движения цен, как для стран-импортеров, так и для стран-экспортеров нефти. За падением, как правило, следует целая цепочка событий: корректировка бюджетов корпораций и государств, изменения ценовой политики, социально-политические и прочие последствия. Так, если до ГФЭК в российский бюджет закладывалась цена нефти в диапазоне 90-100 долларов за баррель, то сейчас эти цифры сократились в два раза, до 50 долларов. В результате падения цены на нефть в 2014 г. страны чистые экспортеры нефти и газа потеряли порядка 1 трлн долларов [168]. В случае изменения цен на золото, например, следует корректировка политики формирования государственных золотовалютных резервов.

Хедж-фонды, для достижения нужного им результата, практикуют проведение спекулятивных атак. *Спекулятивная атака* – массированные неожиданные действия спекулянтов на валютном или финансовом рынке, направленные на обвал курса национальной валюты или какого-либо актива, на основе коротких продаж с тем, чтобы получить прибыль от игры на понижение. В отношении валютных операций спекулятивная атака может проводиться по переоцененным валютам, прежде всего прикрепленным к какой-либо твердой конвертируемой валюте, завышенный курс которых искусственно поддерживается центральным банком. Серии коротких продаж – валюты по снижающимся курсам и параллельные операции спекулянтов с валютными деривативами, ведущие к тому же эффекту, могут привести к валютному кризису, перерастающему в фондовый, финансовый и т.д.

Усиливающим элементом выступает интерес хедж-фондов к спекулятивным краткосрочным вложениям (на этом фоне актуализируется мировой тренд на сокращение срока инвестирования в активы реального сектора экономики [281]), за счет которых проявляется возможность воздействовать на ценовую динамику и объемы финансового рынка – путем изначального нагнетания спекулятивного ажиотажа вокруг какого-либо актива,

а затем фиксации прибыли при игре на повышение. После чего активно играя на понижение, хедж-фонды получают прибыль от шоков, связанных с краткосрочным падением стоимости финансовых активов на местном рынке.

«Короткие» позиции по национальной валюте могут достигать 3 – 7 процентов ВВП. Значительная часть таких позиций находится у хедж-фондов, использующих стратегию глобального макроинвестирования (Global Macro) и работающих с высоким кредитным рычагом.

Доминирование подобных инвесторов создает потенциал прямого воздействия на динамику небольших формирующихся рынков, включая Россию, а главное – использования в своих целях инструментов манипулирования рынком и спекулятивных атак. Спекулятивные атаки происходят не только в экономиках с дефицитным бюджетом и платежным балансом при переоцененной национальной валюте и закреплённом валютном курсе, но и в экономиках, в которых фундаментальные факторы являются сильными [96, с.346].

*Массовые спекулятивные атаки* – более опасный вид угроз от деятельности хедж-фондов, подразумевающий проведение одинаковых действий (в том числе по предварительной договоренности) большим количеством участников. Скоординированные участники финансового рынка решаются на их проведение, будучи уверенными, что другие портфельные управляющие атакуют страну, а также полагая, что местная валюта подвергнется значительной девальвации. Примеры массовых спекулятивных атак приводятся в Приложении В.

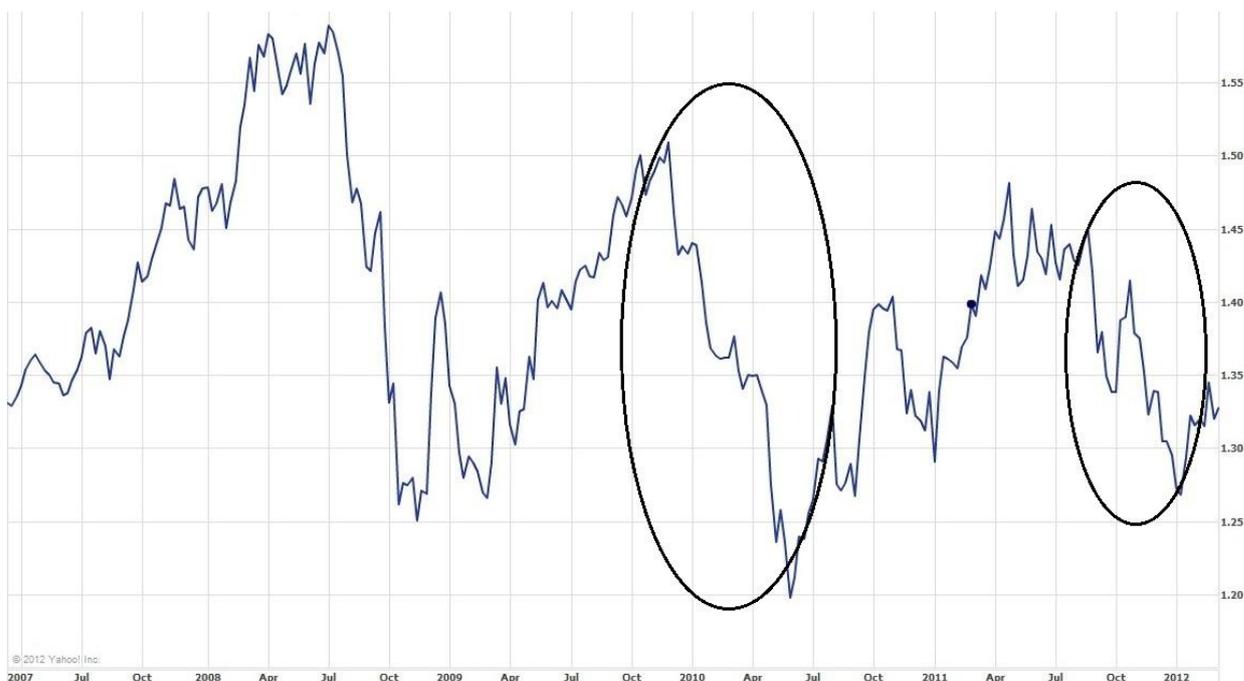
Можно выделить спекулятивные атаки двух типов:

– *спекулятивная игра на понижение* – изменение курса одной валюты по отношению к другой, например, евро против доллара или национальных валют прочих европейских стран против евро. Так, в 2011 г. проблема неуклонного роста курса швейцарского франка из-за ухода в него инвесторов, с целью спасения своих накоплений, была решена путем его временной привязки Швейцарским ЦБ к курсу евро;

– спекулятивные атаки с целью заработать на дефолте страны, например стран зоны евро (т.н. страны группы PIIGS – Португалия, Италия, Ирландия, Греция, Испания). Спекулянты рассчитывают на ряд кризисных сценариев: страна объявляет дефолт, переживает политический кризис; экономический шок заставит страну резко обесценить свою валюту, тем самым повысить доходы от экспорта. Вместе с тем страна продолжает пользоваться всеми преимуществами европейского рынка, так как процедур по исключению государства из ЕС не существует.

В ряде источников зафиксировано, что в течение пиков европейского кризиса, в частности ситуации вокруг Греции (весна-лето 2010 года, вторая половина 2011 – начало 2012 гг.) [251], группа хедж-фондов Дж.Сороса и американского банка Goldman Sachs активно использовала деривативы для усиления рычага при открытии «коротких» позиций против наиболее проблемных греческих облигаций и евро, рассчитывая на их дальнейшее падение [334, 319].

Если проводить анализ динамики изменений валютной пары доллар-евро в контексте влияния на ситуацию в еврозоне группы хедж-фондов в этот период времени, то каждое усиление финансовой нестабильности в еврозоне, связанное с нагнетанием паники вокруг выплаты задолженностей «проблемными» странами еврозоны, сопровождалось падением курса евро по отношению к доллару, что демонстрирует рисунок 37.



Источник: [337].

Рисунок 37 – Динамика курса доллара к евро. Весна 2010, конец 2011 – начало 2012 гг.

Нагнетание нервозности СМИ, рейтинговыми агентствами, банками и спекулянтами, включая хедж-фонды, также оказывало влияние на движение цен. Необходимо отметить, что агрессивная деятельность хедж-фондов, использующих большие финансовые рычаги, в случае неудачи может повлечь за собой банкротство, вызывающее сильную волатильность на финансовом рынке [265, р.5-26]. Например, у хедж-фонда LTCM на 5 млрд долларов собственных средств приходилось до 1 трлн долларов привлеченных.

Помимо сильных движений цен, хедж-фонды активно работают и создают короткие ценовые колебания, применяя направленные стратегии, особенно стратегию макроэкономического прогнозирования. Возьмем в качестве примера показательный во всех смыслах кризис в еврозоне 2011-2012 гг.

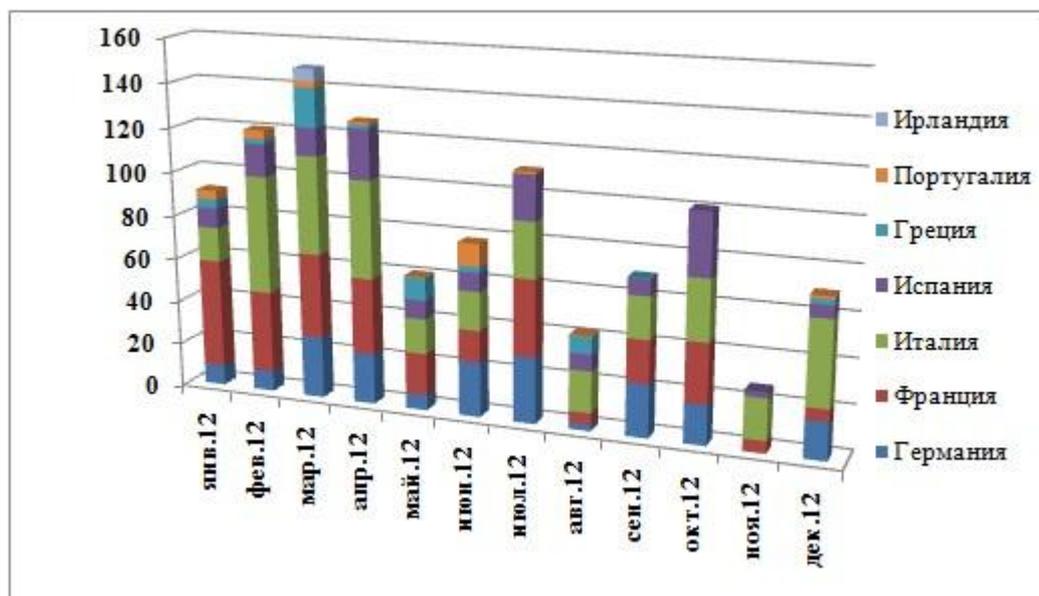
Период выплат по облигациям (в таблице 7 и на рисунке 38 показано, что в течение 2012 г. выплаты составили 1047,4 млрд евро, при этом пики пришлись на март – 148,8 млрд евро, апрель – 127,7 млрд евро) обычно сопровождается ростом доходностей по ним, в связи с необходимостью привлечения дополнительных средств, на чем обычно играют хедж-фонды.

Таблица 7 – График погашения задолженностей еврограндов и «проблемных» стран еврозоны в 2012 г.

В миллиардах долларов

	Германия	Франция	Италия	Испания	Греция	Португалия	Ирландия	ИТОГО
янв.12	9	49,5	15,6	9,2	4	4	—	91,3
фев.12	9	37,2	53,1	14,7	2,3	4	—	120,3
мар.12	28	38,2	44,2	12,6	17,5	2,8	5,5	148,8
апр.12	23	34,4	44,1	22,7	1,6	1,4	—	127,2
май.12	7	19	15,8	8,5	10,1	0,4	—	60,8
июн.12	25	14,3	17,4	8,5	2,6	10,2	—	78
июл.12	30	34,7	25,2	20,2		1	—	111,1
авг.12	3	5,1	18,7	7,5	7,7	0,4	—	42,4
сен.12	24,1	19,4	18,9	7,4	0,2	—	0	70
окт.12	18	27,2	27,3	28,3	—	—	—	100,8
ноя.12	0	5,6	18,5	2,6	—	—	—	26,7
дек.12	17	5,5	38,2	5,7	2,3	1,3	—	70
<b>ВСЕГО</b>	<b>193,1</b>	<b>290,1</b>	<b>337</b>	<b>147,9</b>	<b>48,3</b>	<b>25,5</b>	<b>5,5</b>	<b>1047,4</b>

Источник: составлено автором по данным Европейского центрального банка [Электронный ресурс] // Сайт ЕЦБ. – Режим доступа: <https://www.ecb.europa.eu> (дата обращения 21.03.2013).



Источник: составлено автором по данным Европейского центрального банка [Электронный ресурс] // Сайт ЕЦБ. – Режим доступа: <https://www.ecb.europa.eu> (дата обращения 21.03.2013).

Рисунок 38 – График погашения задолженностей еврограндов и «проблемных» стран еврозоны в 2012 г., млрд долларов

Кроме того, период выплат по долгам совпадает с эскалацией долгового конфликта, ростом доходностей, и как следствие понижением рейтингов (как правило, тройкой американских агентств Standard and Poor's, Moody's и Fitch),

что опять же влечет за собой возможность для хедж-фондов сыграть «на понижение».

Также делаются прогнозы по колебаниям курсов валют. Однако в этом случае большую роль играет непосредственно технический анализ. Проанализируем, например, колебания пары евро – доллар за год с 2011 по 2012 гг. – динамика показана на рисунке 39.



Источник: [337]

Рисунок 39 – Пара евро – доллар за период с января 2011 по конец февраля 2012 гг.

1. 5 мая 2011 г. Президент ЕЦБ Ж.Трише вопреки ожиданиям инвесторов не обещает повышения ставки рефинансирования, однако упоминает о рисках роста цен. Инфляция выходит из запланированных пределов в 2 процента и составляет 2,8 процента.
2. 1 сентября 2011 г. Негативные сообщения из парламента Греции, что контролировать госдолг страны становится все сложнее из-за рецессии, а ситуация с госдолгом выходит из под контроля. Исходя из этого возрастают риски для европейских банков – держателей греческих облигаций (оценка греческих бондов на балансах происходит с дисконтом в 21 процент, сами бумаги торгуются за 40 – 50 процентов от номинала). Опасения в связи с вероятной реструктуризацией долга.

3. *5 октября 2011 г.* МВФ призывает ЕЦБ к принятию дополнительных мер поддержки европейской экономики и банковского сектора, снижению ставки рефинансирования. Фонд также понижает прогнозы по экономике еврозоны. Рост евро в связи с ожиданиями программ стимулирования.
4. *31 октября 2011 г.* Премьер-министр Греции Г.Папандреу неожиданно объявляет о референдуме для одобрения пакета помощи ЕС и МВФ.
5. *13 января 2012 г.* Рейтинговое агентство Standard and Poor's объявляет о снижении рейтингов ряда европейских стран, включая Францию.

Хедж-фонды, использующие стратегию макроэкономического прогнозирования, способны предугадать изменение цен на те или иные товары, активы, валюты и проч. Тем не менее, статистика показывает, что многие хедж-фонды не могут до конца правильно спрогнозировать движения рынка, в связи с чем несут ощутимые финансовые потери [318]. Например, отрасль фондов хедж-фондов за время ГФЭК сократилась на 20 процентов – со своего пика в 800 млрд долларов в 2007 г., до 640 млрд долларов по состоянию на конец острой фазы кризиса (2012 г.) [274].

По данным Комиссии по торговле товарными фьючерсами, осенью 2015 г. группа американских хедж-фондов также играла против российского рубля. В период с 25 августа по 1 сентября фонды продали на Чикагской товарной бирже 2577 фьючерсных контрактов на курс рубля к доллару (эквивалент покупке доллара против рубля на сумму 6,44 млрд рублей). Совокупные позиции хедж-фондов достигли 6848 контрактов, что соразмерно 17,2 млрд рублей, а чистая короткая позиция составила 2857 контрактов (7,14 млрд рублей). Это происходило в период роста курса рубля на фоне почти 25-ти процентного повышения цен на нефть. Тогда валютный курс на ММВБ увеличился с 71 до 64 рублей за доллар [203].

В результате подобных спекуляций – предполагающих сильное движение цен или, в меньшей степени, конъюнктурное изменение – хедж-фонды в той или иной мере участвуют в практике формирования финансовых пузырей. Однако в значительной степени, несмотря на используемые хедж-фондами

математические аппараты и высокую квалификацию аналитических команд, управляющие и собственники бизнеса подвержены психологическому воздействию со стороны тех или иных факторов [135]. Финансовые рынки сегодня характеризуются все большим ускорением процесса принятия решений. Для этого состояния характерно противоречие между скоростью обучения и адаптации человека к изменениям и темпами принятия решений. Показательным является заявление Джорджа Сороса о том, что он до ГФЭК якобы не знал, что такое кредитные дефолтные свопы (CDS).

С ростом скорости изменений, инвесторы на мировых рынках, становясь заложниками все более усложняющихся финансовых продуктов, превращаются в рискованных финансовых игроков, которые сильно ориентируются на авторитетных игроков, включая менеджеров хедж-фондов. Этот аспект важен, так как показывает механизм, по которому за хедж-фондами следом, копируя их действия, идут многие прочие инвесторы, тем самым создавая рычаг, усиливающий возможные консолидированные действия хедж-фондов. Получаются такие же массовые спекулятивные атаки, только без предварительного сговора. Ярким примером здесь может служить банкротство в сентябре 2006 г. крупного хедж-фонда Amaranth, работавшего на газовом рынке, после чего в течение 3-х месяцев свою деятельность свернули еще 267 хедж-фондов [54, с.22].

Здесь реализуется архетип «Ученик», где в роли учителя выступает финансовый авторитет [39, с.17]. Инвесторы-ученики – это сообщество, работающее на мировом рынке. Появляется возможность использования механизмов манипулирования сознанием членов сообщества и получения прибыли за их счет [132]. Таким образом, справедлива гипотеза Дж. Сороса о рефлексивном поведении [114, 115] для ситуации подражания, когда игроки не обладают собственной информацией и становятся учениками финансового игрока, который обладает внутренней (инсайдерской) информацией. Эта гипотеза отвечает условиям финансовых рынков, где скорость реакции должна быть максимальной, где нет времени на размышления. Остается подражать учителю. Хотя зачастую идущие следом инвесторы не знают, кому из лидеров

можно верить, кто досконально просчитал все риски или руководствуется инсайдерской информацией. Либо просто нет времени и возможности проверить данные. Помимо этого одним из основных каналов влияния продолжают оставаться СМИ (финансовые), которые в современном информационном обществе являются абсолютным авторитетом для большинства [83, с.37; 136]. Когда финансовые игроки рискуют по-крупному, быстро срабатывает так называемый стадный инстинкт [89, 123]. Люди, хладнокровные и расчетливые в одной ситуации, могут сообща пренебречь любыми правилами безопасности.

В качестве практической иллюстрации рассмотрим механизм формирования цены акции, основанный на росте авторитета делового человека, начавшего бизнес, который, по мнению эксперта-учителя, инвестиционно привлекателен. Когда информированные (например, с помощью «эксперта») инвесторы приобретают акции на фондовом рынке. «Быки» играют на повышение цен акций. Планка приобретения акций понижается, и самообучающиеся инвесторы также начинают их покупать. Продолжается повышение цен и капитализации бизнеса. Если формируется мнимый авторитет, то одновременно надувается очередной пузырь. Так, во время образования «пузыря доткомов» с 1992 по 1999 г. стоимость одной акции интернет-провайдера America Online выросла в 925 раз.

Таким образом, на основе вышеизложенного, можно сформулировать утверждение, что существует:

– *управляемая неустойчивость* финансовых рынков, которая означает возможность манипуляции (стабилизации или дестабилизации) финансовыми рынками ведущими финансовыми институтами;

– *структурная неустойчивость* финансовых рынков по отношению к случайным факторам, таким как спонтанное поведение одного из дилеров финансового рынка [146, с.132; 82; 59; 135; 144].

Схема развития кризисных процессов одинакова. В большинстве случаев, кризису предшествует экономический бум, на базе роста инвестиций или потребления, подстегиваемого притоком краткосрочного иностранного

капитала инвесторов. Предвестниками кризиса являются дефицит платежного баланса, ухудшение показателей уровня и структуры внешней и внутренней задолженности, резкое сокращение золотовалютных резервов центральных банков, начало оттока краткосрочных капиталов, трудности с пролонгацией краткосрочных коммерческих кредитов и т.д. Как правило, перед кризисом наблюдаются также серьезные проблемы с финансированием дефицита госбюджета. Усиливается угроза банкротств в финансовом и производственном секторах, что часто сопровождается массовым уходом вкладчиков из банков, потерями накоплений инвесторов и населения в целом.

Кризис, в основном, начинается либо с атаки инвесторов на национальную валюту, либо с дефолта по внешним и внутренним обязательствам государства или крупных финансовых институтов. Затем следует резкая девальвация национальной валюты и, зачастую, полное прекращение внешнего частного финансирования. В итоге страна и ее финансовая система становятся неплатежеспособными.

Перед финансовым крахом 2000 г. общая капитализация компаний на рынке США, в среднем, в 30-35 раз превышала их чистую прибыль. По рынку высокотехнологичных компаний (NASDAQ) капитализация превышала чистую прибыль более чем в 200 раз, а для интернет-компаний – более чем в 1000.

Таким образом, можно зафиксировать высокую значимость психологии участников финансовых операций, включая сферу финансовых услуг. Этот тезис иллюстрирует тот факт, что, с наступлением ГФЭК, очагом которого выступили США, мировые инвесторы, диверсифицируя риски, прежде всего, стали переводить свои накопления в долларовые активы, особенно казначейские облигации США как наиболее стабильные финансовые активы. С актуализацией кризиса в Европе указанные тенденции с разной интенсивностью также усиливались [335].

Таким образом, механизм угрозы от деятельности хедж-фондов в период экономической нестабильности предполагает высокий профессионализм и согласованность действий участников. Угрозы от деятельности хедж-фондов, в

том числе в контексте их воздействия на трансформацию мирохозяйственных связей, можно классифицировать следующим образом:

– влияние действий спекулянтов на *процесс ценообразования*. Вопрос очень сложный, дискуссионный, требующий проведения масштабного эмпирического анализа, однако фиксируемый и подтверждаемый благодаря значительным колебаниям цен (нефть, золото и другие биржевые активы);

– влияние спекулянтов на *кратковременное движение цен* на активы. В абсолютном выражении в настоящее время, в том числе исторические данные за длительный период, нигде не фиксируется [327];

– *коллективное инвестирование / закрытие позиций* («стадный инстинкт»), когда наблюдается повышенная повторяемость аналогичных действий фондов. Например, рост цен на нефть из-за беспорядков в Северной Африке и на Ближнем Востоке (т.н. арабская весна 2011 г.) побудил хедж-фонды открывать «длинные» позиции на этот сырьевой ресурс [156]. Помимо нефти хедж-фонды также увеличили свои «длинные» позиции по золоту;

– *массовые спекулятивные атаки* (либо индивидуальные спекулятивные атаки крупных игроков, владельцев группы хедж-фондов, а также финансовые холдинги). Здесь можно выделить две составляющие – экономическую, когда целью является получение денег и политическую, когда целью выступает нанесение ущерба статусу или экономическому состоянию объекта воздействия.

В случае коллективного инвестирования или закрытия позиций, важным является анализ того, что заставляет крупных игроков забирать деньги с рынков. Если происходит серьезное изменение на рынке, то участники могут знать источник этого движения, а именно:

– *структуру покупок или продаж* (длинные / короткие операции). Например, какой процент от общего объема покупок за день было обеспечено покрытием «коротких» продаж? Был ли это short squeeze («короткое сжатие», когда происходит резкий рост цен на бирже, в результате недостатка спроса на актив и переизбытка предложения) [95, с.677-678] или заход на рынок крупных игроков;

– *тип конкретного покупателя / продавца*. Мелкие, средние или крупные спекулянты, хедж-фонды, государство, дилеры и так далее. Например, акции IBM росли в течение 2011 г., притом, что компания не отличалась устойчивыми финансовыми показателями. Хотя потом стало известно, что весь год акции IBM скупал У. Баффетт. Дилеры знали об этом еще в момент начала покупок. Если же рост обеспечивается покупками спекулянтов, то это не рост, а спекулятивное надувание пузыря и разворот может произойти в любой момент;

– *доступ к инсайдерской информации* от правительства, центральных банков, различных фондов и частных банков. Например, говоря о своп линии 5-ти ЦБ мира, предоставленной ими ЕЦБ и странам еврозоны в ноябре 2011 г., все без исключения дилеры знали об открытии своп линий еще в середине ноября и поэтому «выкупали рынок» на падении;

– *размещение крупных заказов* на покупку или продажу. В отсутствие факторов, способных оказать влияние на движение цены актива, наблюдается кратковременное (от нескольких дней или недель) падение акции, только из-за того, что крупному фонду потребовалось избавиться от собственного пакета этих акций. Для участников торгов доступа к этим данным нет, но те инсайдеры, которые в курсе, будут действовать в направлении этого ордера, тем самым усиливая падение цены акций;

– *дилеры всегда в курсе* по объему и доступу ликвидности в системе, т.к. именно они эту ликвидность контролируют. Они в курсе проблем не когда эти проблемы возникают, а заранее. Главное, что они могут в режиме реального времени отслеживать денежный рынок и движения денежных потоков (за счет этого можно предугадывать направление движения рынка). Дилеры также точно знают расположение всех стоп-ордеров (можно спрогнозировать потенциал ценового импульса). Они также знают объем депозитов и активов на брокерских счетах (то есть имеют представление о том, сколько нужно направить денег, чтобы изменить индекс S&P на 1 процент). У них есть целый программный комплекс с использованием нейронных сетей, который на основе исторических данных, опыта и текущего уровня ликвидности прогнозирует потенциал движения рынка в ту или иную сторону.

**Четвертым направлением** влияния хедж-фондов на трансформацию мирохозяйственных связей выступают событийные стратегии, предполагающие проникновение в компании, что с начала ГФЭК становится одной из самых не афишируемых стратегий. С нарастанием банкротств и переделом собственности во время острой фазы ГФЭК в 2008-2009 гг. и далее происходит повышение значения теневых процессов в мировой экономике. Об этом, в частности, с акцентом на отрасль хедж-фондов указывается в ежегодном докладе Совета по финансовой стабильности, посвященном мониторингу теневого банковского сектора [253]. Серия слияний и поглощений открывает широкие возможности для хедж-фондов играть с ценными бумагами этих корпораций, в том числе при наличии инсайдерской информации.

Хедж-фонды внесли определенный вклад в эволюцию корпоративных механизмов управления в США и Европе. Подтверждением этому служит то, что соответствующие инвестиционные стратегии хедж-фондов со временем трансформировались из стратегий приобретения только небольшой доли активов корпораций в сторону более агрессивного подхода с более долгосрочным периодом вложения средств.

Во многих случаях хедж-фонды проводили настоящую «борьбу» с действующим менеджментом компании, анализировали эффективность и полноту использования имеющихся инструментов и принуждали к смене стратегии для увеличения биржевых цен на активы с тем, чтобы максимизировать отдачу от инвестирования. Однако до сих пор остается неясным, насколько эффективной для корпоративного управления является такая политика хедж-фондов [232, p.155-156] – приносит ли она реальную прибыль или происходит банальное «вытягивание» денег из компании-объекта внимания фондов. Соответствующий подробный анализ вынесен в Приложение Г.

Основываясь на анализе, можно сделать заключение, что хедж-фонды наращивают капитал не только для себя, но и для «выбранных» ими компаний, а также их акционеров.

Хедж-фонды на финансовых рынках являются важным механизмом для тех, кто хочет добиться большей эффективности. Многие игроки финансовых рынков пытались взять на себя подобную роль, но никто из них не смог сделать это так эффективно, как это удалось сделать хедж-фондам. К характеристикам традиционных хедж-фондов относится гибкость, независимость, свободный доступ ко всем финансовым инструментам, со специфической обстановкой и разными особенностями, такими как долговременная концентрация на своих объектах инвестирования – все это позволяет им соответствовать новой стратегии, применяя которую они добиваются наилучших результатов чем кто-либо. Эмпирическое наблюдение показывает, что после вмешательства хедж-фонда в управление той или иной компанией, ее показатели ставятся на порядок эффективнее [232]. Положительная реакция рынка следует при оказании давления со стороны хедж-фондов и смене благодаря этому директората, менеджмента или штата компаний. С одной стороны, это свидетельствует о положительной роли, которую играют хедж-фонды для интересов акционеров «выбранной» фирмы.

В свою очередь представители регулирующих органов считают, что подобные действия, получившие название политики «активности» хедж-фондов, иногда оказывают отрицательное влияние на достижение максимальной прибыли и роста стоимости активов для всех акционеров компании. Во-первых, интерес хедж-фондов заключается в поиске справедливой рыночной стоимости «выбранной» компании или оценке возможности ее еще большего повышения. Хедж-фонд может просто спекулятивно «взвинтить» стоимость компании, после чего выгодно продать ее акции. Во-вторых, максимизация капитала иногда достигается во вред прогнозируемому росту (в долгосрочной перспективе), тогда как краткосрочные показатели финансовой отчетности позволяют заработать на курсе акций. Практика показывает, что когда менеджмент начинает делать то, что ему говорят хедж-фонды, стоимость активов корпорации возрастает, а это влечет за собой прибыль для всех участвующих сторон, включая акционеров.

Тем не менее, суть и основная цель хедж-фондов – это извлечение максимальной прибыли. Но в большинстве случаев это делается при ориентировании на краткосрочную перспективу. Что будет с компанией в среднесрочном и долгосрочном плане хедж-фонды не интересуют. Стратегия включает «оптимизацию» неэффективного, с точки зрения хедж-фонда, директората, и воплощение в жизнь собственного видения максимально эффективного способа ведения бизнеса. Однако все это нивелируется последующими действиями хедж-фондов по продаже имеющихся активов фирмы. По-сути, рыночную цену компании просто обваливают, зарабатывая, играя на понижение.

Одной из особенностей работы хедж-фондов стало то, что глобальный финансово-экономический кризис заставил инвесторов пересмотреть прежние взгляды на риски. Среди хедж-фондов эффективнее сегодня те, кто не проводит только операции с биржевыми инструментами, но может также участвовать в непосредственном управлении бизнесом.

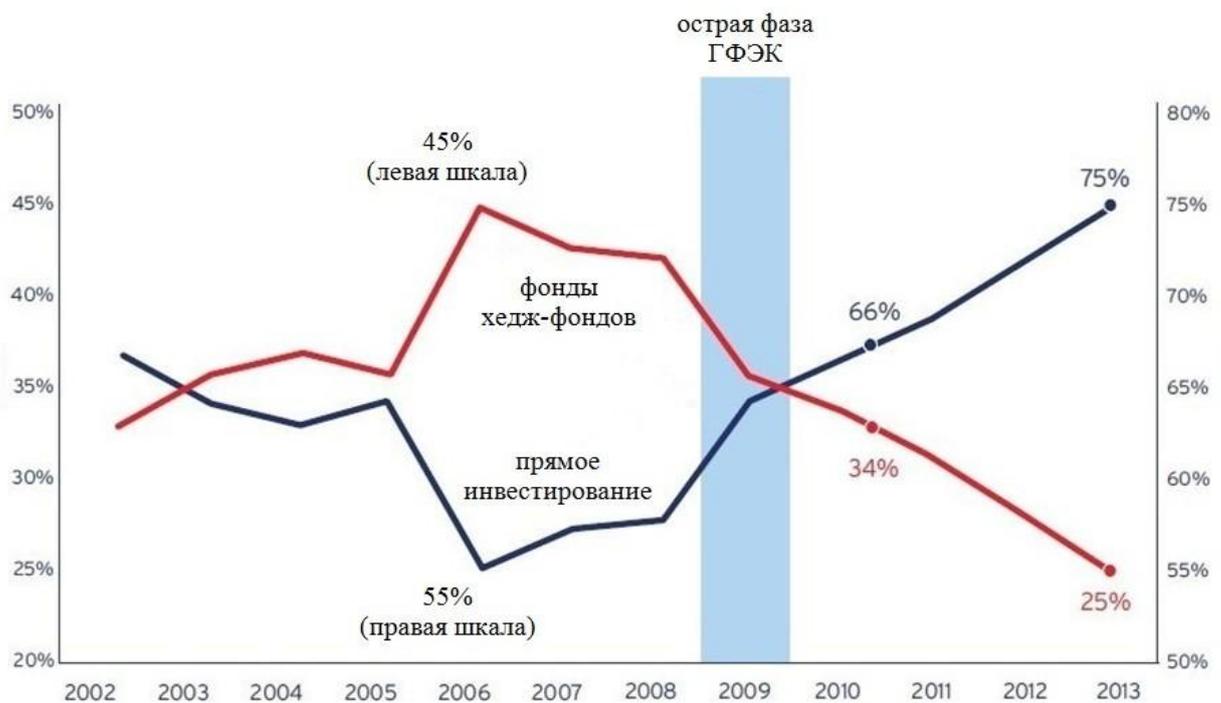
Таким образом, главной тенденцией хедж-фондов на волне глобальной нестабильности становится практика совмещения разных стратегий с целью поиска устойчивого баланса [323]. Происходит своеобразный поиск инноваций, способных обеспечивать сохранность активов, находящихся в управлении. На этом фоне у хедж-фондов отмечается лучшее в мире соотношение доходности и риска на протяжении 12 лет по сравнению с ключевыми индексами (CS/Tremont: LIBOR USD, Citigroup WGBI, EuroSTOXX 50, Russel 2000, S&P 500, NASDAQ, GSCI).

Рост участия отрасли хедж-фондов в управлении бизнесом, в том числе реального сектора позволяет говорить о внесении собственных коррективов командами хедж-фондов в бизнес-процессы, что зачастую позитивно влияет на оптимизацию деятельности фирм. Таким образом, четвертое направление можно отнести к положительному воздействию на мирохозяйственные связи, однако если не брать в расчет политику, когда они выбирают компанию для искусственного вздутия ее цены и последующей продажи активов.

Текущее развитие событий, главным образом под воздействием фактора монетарных программ ведущих центральных банков мира, позволяет резюмировать в отношении стратегий хедж-фондов следующее.

Во-первых, с началом глобального кризиса *инвесторы были вынуждены проявлять большую самостоятельность в принятии решений*. Сложное время и угроза банкротства заставили инвесторов находить лучший выход из сложившейся ситуации. На рисунке 40 представлен фундаментальный разворот в характере управления отраслью хедж-фондов – резко стал сокращаться сегмент фондов хедж-фондов (с 45 процентов в начале 2007 г. до 25 процентов по состоянию на начало 2014 г.) в пользу прямого инвестирования, то есть прямого управления портфелями фондов (с 55 процентов до 75 процентов от общего объема соответственно). Наблюдается тенденция отказа от фондов хедж-фондов с целью увеличения гибкости управления активами.

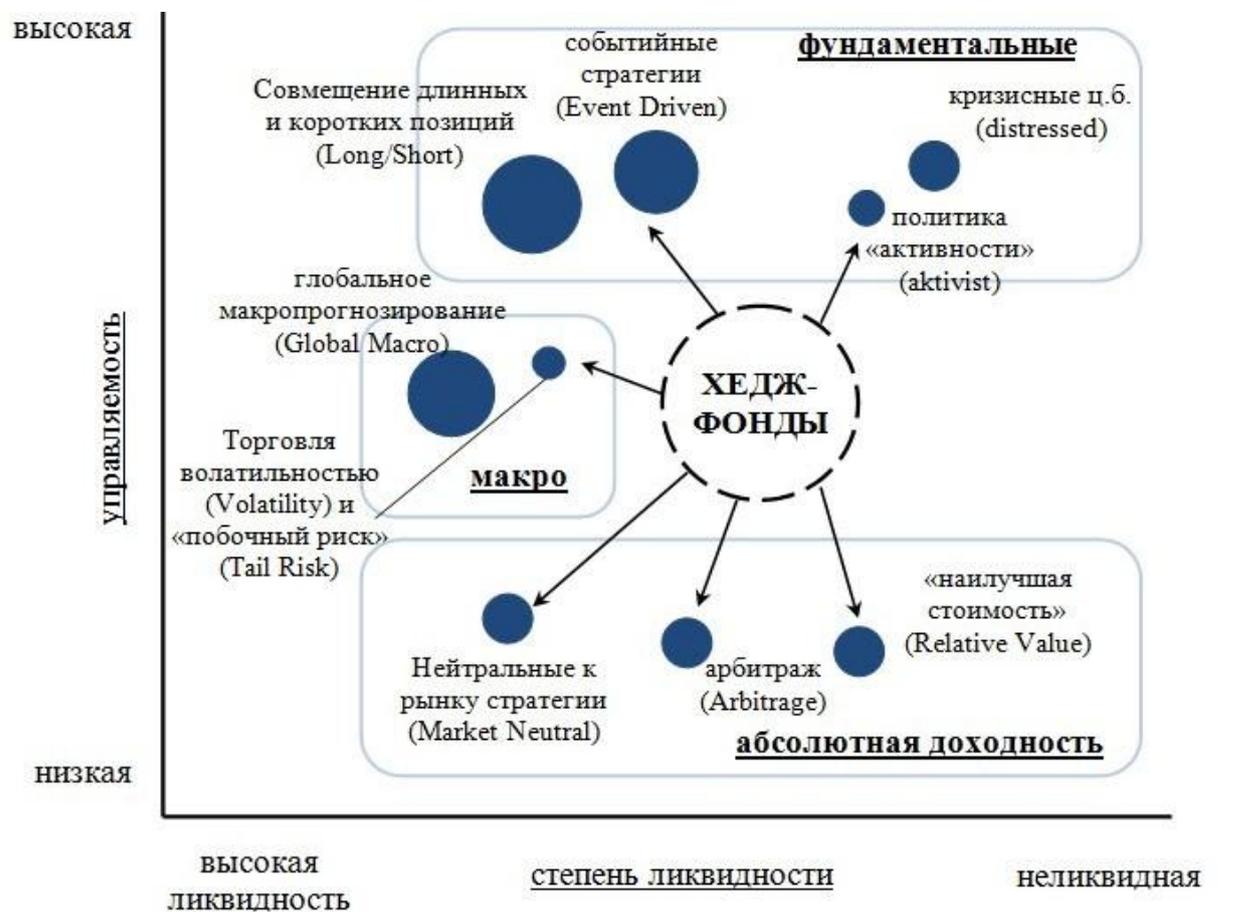
Многие бывшие инвесторы хедж-фондов сами превратились в хедж-фонды.



Источник: доклад Citibank [298, p.16].

Рисунок 40 – Разворот инвесторов от участия в фондах хедж-фондов к прямому управлению портфелями

Во-вторых, во время ГФЭК инвесторы хедж-фондов столкнулись со сложностью вывода денег из активов, так как многие стратегии хедж-фондов предполагают извлечение средств во временном диапазоне более месяца. Если в 4 квартале 2008 г. 50 процентам хедж-фондов требовалось от 7 до 30 дней для того, чтобы отдать деньги вкладчикам, то в 1 квартале 2014 г. их число выросло до 65 процентов от общего количества. Показатели частоты открытия окна для вывода активов во временном диапазоне «около месяца или меньше» выросли с 59 процентов в 2008 г. до 72 процентов в 2014 г. Поэтому хедж-фонды стали делать акцент на повышении показателя ликвидности используемых стратегий, как это демонстрирует рисунок 41.



Источник: составлено автором.  
Рисунок 41 – Стратегии хедж-фондов

В-третьих, значительно повысилась прозрачность используемых хедж-фондами стратегий. Если до ГФЭК инвесторы отдавали деньги хедж-фондам, не зная, что те с ними делают, так как стратегии строго держались в

секрете. То ГФЭК запустил процесс размывания показателя секретности, главным образом за счет вовлечения в отрасль хедж-фондов прочих институциональных инвесторов. Теперь инвесторы ведут переговоры с управляющим менеджментом хедж-фондов, чтобы хотя бы частично быть в курсе того, что они делают [298, 232].

В-четвертых, изменения связаны с притоком в отрасль институциональных инвесторов. Для хедж-фондов проблемой стало *повышение порога устойчивости фондов*. Во время острой фазы ГФЭК различные финансовые структуры, фонды и банки столкнулись с проблемой вывода средств, теряя деньги и банкротясь. В результате, приобретая еще большую актуальность, хедж-фонды по сравнению с остальными игроками показали высокую устойчивость. С одной стороны хедж-фонды стали вести себя менее рискованно – за счет больших средств, поступающих от институциональных инвесторов, с другой стороны – сегодня не менее актуальны событийные стратегии, где показателен пример Аргентины, которую хедж-фонды довели до технического дефолта (лето 2014 г.).

Изменения по снижению ликвидности и понижению временного порога вывода средств вкладчиками хедж-фондов во время острой фазы ГФЭК показаны на рисунке 42.

В-пятых, в период нестабильности *хедж-фонды стали использоваться как «подушки безопасности»* для крупных инвесторов, которые имея значительные средства, хотели диверсифицировать риски и обезопасить свои активы от обесценения.



Источник: аналитический доклад Citigroup [298, p.11].  
 Рисунок 42 – Изменения в стратегиях хедж-фондов

Таким образом, эволюцию отрасли хедж-фондов можно представить как смену периодов – «выживание-диверсификация-оптимизация» – рисунок 43.



Источник: составлено автором.  
 Рисунок 43 – Эволюция отрасли хедж-фондов со времени начала ГФЭК

## Выводы по Главе 2

1. Проанализирована монетарная политика ведущих центральных банков мира – Федеральной резервной системы США, Европейского центрального банка, Банка Японии, включающих в себя проведение программ «количественного смягчения», размеры которых, с начала ГФЭК по настоящее время превысили 10 трлн долларов. Таким образом, были сформированы условия для расширения отрасли хедж-фондов. Выявлена схема перетока денежных средств от центробанков через финансово-кредитные организации хедж-фондам.

2. Проиллюстрированы размеры отрасли деривативов, обращающихся на организованных торговых площадках, как сегмент мировой финансовой системы, демонстрирующий основное поле деятельности хедж-фондов. Показаны два периода развития отрасли фондов после ГФЭК: период выживания 2008-2012 гг. и период трансформации отрасли хедж-фондов и ожидания экспансии 2012-2015 гг., в связи с чем выявлены основные тенденции и динамика изменения количественных характеристик хедж-фондов. В частности обоснован вывод о снижении и размывании в результате вхождения в отрасль прочих инвесторов и участников – профессионализма и уровня доходности хедж-фондов. Постепенно исчезает сегмент средних фондов (от 1 до 5 млрд долларов под управлением), тогда как растет количество особо крупных (а также размер активов под управлением) и мелких фондов. Зафиксирован процесс увеличения количества небольших фондов (меньше 100 млн долларов).

3. Выявлены и проанализированы основные направления воздействия отрасли хедж-фондов на трансформацию мирохозяйственных связей. Во-первых, на примере Аргентины показано, как группа хедж-фондов может привести целую страну к состоянию дефолта. Также приводятся данные по кризисной ситуации на Украине и в Греции. Во-вторых, ситуация с Аргентиной, когда решение о выплате долга государства в пользу хедж-фондов выносится американским судом, будет применяться для стран-участниц Транстихоокеанского партнерства, согласование принципов построения

которого лоббировалось со стороны хедж-фондов. В-третьих, проанализирована ситуация оказания хедж-фондами влияния на сильное движение цен (нефть), а также применения ими спекулятивных и массовых спекулятивных атак. Приведены примеры использования хедж-фондами стратегий, оказывающих влияние на конъюнктурное изменение цен (примеры действий хедж-фондов в отношении стран еврозоны в период острой фазы европейского долгового кризиса), показана модель работы поведенческой психологии на финансовых рынках. В-четвертых, проанализирована стратегия хедж-фондов, предполагающая проникновение в компании с целью получения возможностей принятия административных и управленческих решений.

4. Обосновано и описано изменение в стратегиях хедж-фондов (в результате ГФЭК). Среди них: большая гибкость в принятии решений (из-за ГФЭК инвесторы были вынуждены проявлять большую самостоятельность в принятии решений, резко сократился сегмент фондов хедж-фондов в пользу прямого управления портфелями фондов), рост показателя ликвидности используемых хедж-фондами стратегий (во время ГФЭК инвесторы хедж-фондов столкнулись со сложностью вывода денег из активов), повышение прозрачности используемых хедж-фондами стратегий (если до ГФЭК инвесторы отдавали деньги хедж-фондам, не зная, что те с ними делают, так как стратегии строго держались в секрете, то ГФЭК запустил процесс размывания показателя секретности).

### ГЛАВА 3

## ПЕРСПЕКТИВЫ ЭВОЛЮЦИИ ХЕДЖ-ФОНДОВ И ИХ ВЛИЯНИЯ НА ТРАНСФОРМАЦИЮ МИРОХОЗЯЙСТВЕННЫХ СВЯЗЕЙ

### 3.1 Прогноз развития отрасли хедж-фондов. Анализ глобальных рисков, расчет показателей VaR и Expected Shortfall

Глобальная отрасль хедж-фондов переживает не только количественную, но и качественную трансформацию.

В таблице 8 приведены ключевые показатели институциональных инвесторов хедж-фондов в 2013 г. и представлен прогноз на 2018 г. [298, р.59-62] Участие институциональных инвесторов в хедж-фондах значительно вырастет – с 4,5 процента от общего количества всех активов в 2013 г. до 8 процентов в 2018 г.

Таблица 8 – Инвесторы в хедж-фонды, разбивка по сегментам с прогнозом до 2018 г.

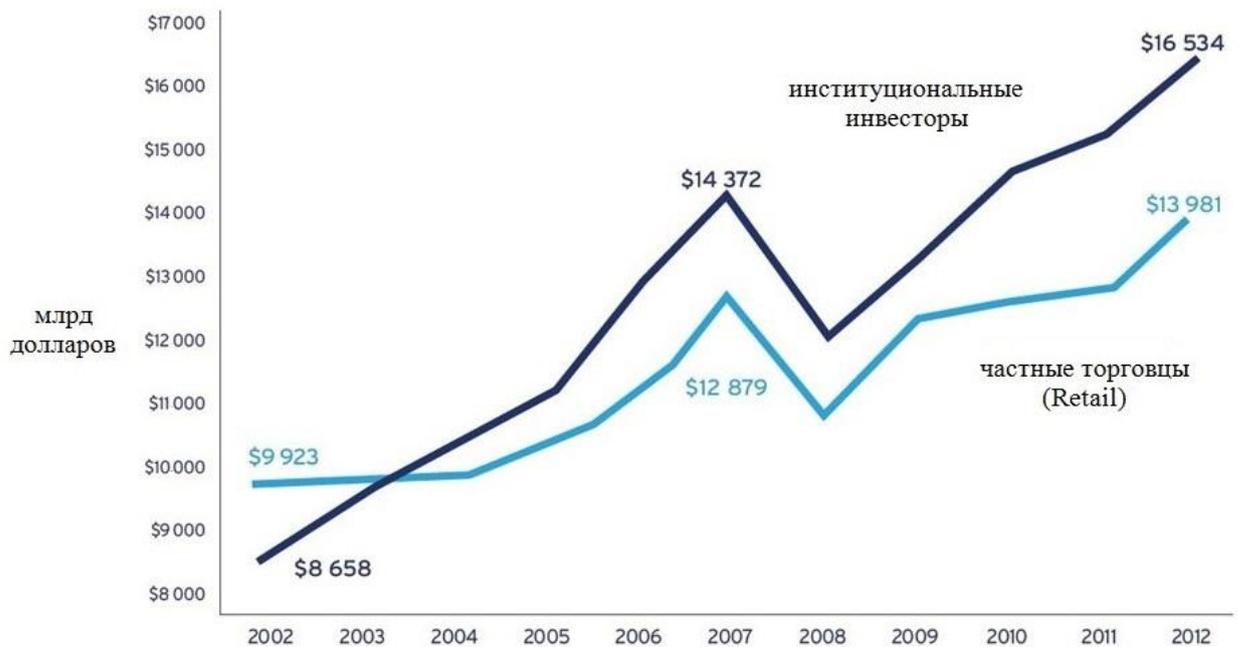
показатель	2013					
	всего активов, млрд долларов	альтернативные активы, в % к общему количеству активов	альтернативные активы, млрд долларов	хедж-фонды – в % от альтернативных	хедж-фонды, млрд долларов	хедж-фонды, в % от общего количества активов
Пенсионные фонды (Global Pension Funds)	31980	18	5756	19,0	1094	3,4
Суверенные фонды (Sovereign Wealth Funds)	5712	35	1999	23,0	460	8,1
Благотворительные (Endowments and Foundations)	959	53	508	33,0	168	17,5
Всего институциональные	<b>38651</b>	21	8264	19,9	1721	4,5

## Продолжение таблицы 8

показатель	2018 (прогноз)					
	всего активов, млрд долларов	альтернативные активы, в % к общему количеству активов	альтернативные активы, млрд долларов	хедж-фонды – в % от альтернативных	хедж-фонды, млрд долларов	хедж-фонды, в % от общего количества активов
Пенсионные фонды (Global Pension Funds)	38165	24	9160	27	2473	6,5
Суверенные фонды (Sovereign Wealth Funds)	7191	40	2877	30	863	12
Благотворительные Endowments and Foundations	1294	50	647	35,5	230	18
Всего институциональные	<b>46650</b>	27	12683	28,1	3566	8

Источник: аналитический доклад Citigroup [298].

На рисунке 44 представлен рост активов под управлением профессиональных менеджеров.

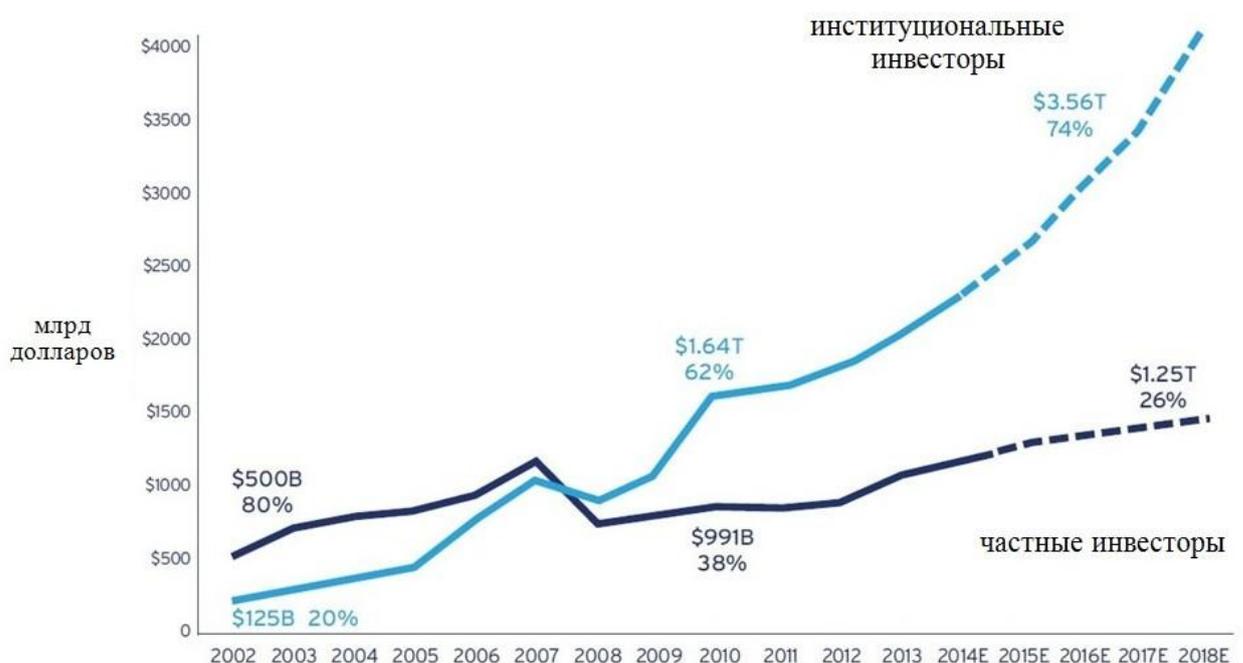


Источник: аналитический доклад Citigroup [298].

Рисунок 44 – Объем активов под управлением в США у профессиональных менеджеров

При этом отрасль хедж-фондов в ближайшем будущем будет демонстрировать опережающие темпы роста, как это показано на рисунке 45. Основываясь на проведенном анализе направлений влияния хедж-фондов на мирохозяйственные связи можно утверждать, что хедж-фонды станут движущей силой в развитии мировых финансов в ближайшие несколько лет. Помимо количественного роста отрасли – с 2,63 трлн долларов по состоянию на начало 2014 г. – до 4,8 трлн долларов к 2018 г., справедливо говорить о процессе сближения (конвергенции) хедж-фондов с институциональными инвесторами на фоне изменения применяемых ими стратегий для извлечения прибыли. Развитие финансовых технологий и вовлечение в финансовый процесс новых стран и регионов будет усиливаться.

Учитывая беспрецедентный размер совокупных активов всех банков мира (139 трлн долларов), а также активы пенсионных, взаимных, суверенных и прочих фондов (от 80 до 110 трлн долларов) [273], масштаб их сближения (конвергенции) с хедж-фондами, с акцентом на большие аналитические и практические возможности последних, – способен дать сильный импульс процессам финансовой глобализации, трансформации мировой финансовой системы, изменения мирохозяйственных связей.



Источник: аналитический доклад Citigroup [298].

Рисунок 45 – Прогноз роста объема средств под управлением хедж-фондов – к 2018 г. до 4,8 трлн долларов

Среди причин сильного роста отрасли хедж-фондов необходимо также выделить монетарные программы ведущих центральных банков мира, в первую очередь ФРС США.

Вместе с тем такой процесс сопряжен с серьезными рисками для всей мировой финансовой системы. По сути, здесь можно провести параллель с преддверием ГФЭК в 2006-2007 гг., только в настоящее время возможным катализатором кризиса служит монетарная политика центральных банков и ее вероятное изменение.

С помощью финансовых инструментов – показателя VaR и ES можно посчитать возможный размер потерь всей мировой отрасли хедж-фондов при возникновении определенных рисков, финансовых кризисов.

**VaR** (Value at Risk или «ценность под риском») – стоимостная мера риска, то есть оценка риска ущерба, величина потенциальной угрозы для ценности компании с заданной вероятностью.

**ES** (Expected Shortfall или «катастрофический сценарий») – более сильный финансовый показатель, позволяющий посчитать величину потерь при катастрофическом сценарии развития событий.

Оба показателя VaR и ES посчитаны при уровнях вероятности наступления краха, равных 0,95 и 0,99%. Показатель VaR посчитан по формуле (1).

$$\mathbf{VaR}_p = -V(mT - K_r^{0,1} \sigma \sqrt{T}) \quad (1)$$

где

**P** – уровень вероятности (0,95 или 0,99);

**V** – стоимость портфеля;

**m** – ожидаемая годовая доходность;

**T** – временной горизонт;

**K** – квантиль;

**σ** – волатильность в годовом исчислении.

Показатель «P» посчитан для двух вероятностей – 0,95 и 0,99.

$V(2014) = 2,63$  трлн долларов (размер всех активов мировой отрасли хедж-фондов в 2014 г.).

$V(2018) = 4,81$  трлн долларов (ожидаемая величина активов мировой отрасли хедж-фондов в 2018 г.).

$m = 0,15\%$  – возьмем немного выше средних показателей [163].

$T = 3$  месяца (наиболее оптимальный временной промежуток при возникновении острой фазы кризиса).

$K(0,95) = -1,65$ .

$K(0,99) = -2,33$ .

$\sigma(2014) = 14,94734$  – считаем среднюю по индексу VIX, используя значение VIX High за 252 торговых дня из базы исторических данных индекса [352].  $\sigma(2018)$  возьмем аналогичную 2014 г. Здесь важно сделать допущение, что VIX – индекс волатильности на американском рынке, однако порядка 80 процентов глобальной отрасли хедж-фондов принадлежит американцам.

$$VaR_{0,95}(2014) = -2630 * (0,15 * 3/12 - 1,645 * 0,1494734 * \sqrt{3/12}) = 224,7121$$

$$VaR_{0,99}(2014) = -2630 * (0,15 * 3/12 - 2,33 * 0,1494734 * \sqrt{3/12}) = 359,354$$

$$VaR_{0,95}(2018) = -4810 * (0,15 * 3/12 - 1,645 * 0,1494734 * \sqrt{3/12}) = 410,9754$$

$$VaR_{0,99}(2018) = -4810 * (0,15 * 3/12 - 2,33 * 0,1494734 * \sqrt{3/12}) = 657,2216$$

Таблица 9 – Расчет показателя VaR за 2014 и 2018 гг. с вероятностями 0,95 и 0,99.

В миллиардах долларов

показатель	2014 год	2018 год
<b>VaR (0,95)</b>	224,7121	410,9754
<b>VaR (0,99)</b>	359,354	657,2216

Источник: рассчитано автором.

Показатель ES посчитан по формуле (2).

$$ES = V\sigma(1/\sqrt{2\pi})(\exp(-0,5(K_p^{0,1})^2)/(1-p)) \sqrt{T} \quad (2)$$

где

$V$  – стоимость портфеля;

$\sigma$  – волатильность в годовом исчислении;

**P** – уровень вероятности (0,95 или 0,99);

**K** – квантиль;

**T** – временной горизонт.

$$ES_{0,95} (2014) = 2630 * 0,1494734 * (1/\sqrt{2\pi}) * (e^{-0,5 * (-1,645)^2 / (-1,645)} / (1-0,95)) * \sqrt{3/12} = 405,4473$$

$$ES_{0,99} (2014) = 2630 * 0,1494734 * (1/\sqrt{2\pi}) * (e^{-0,5 * (-2,33)^2 / (-2,33)} / (1-0,99)) * \sqrt{3/12} = 519,5651$$

$$ES_{0,95} (2018) = 4810 * 0,1494734 * (1/\sqrt{2\pi}) * (e^{-0,5 * (-1,645)^2 / (-1,645)} / (1-0,95)) * \sqrt{3/12} = 741,5214$$

$$ES_{0,99} (2018) = 4810 * 0,1494734 * (1/\sqrt{2\pi}) * (e^{-0,5 * (-2,33)^2 / (-2,33)} / (1-0,99)) * \sqrt{3/12} = 950,2312$$

Таблица 10 – Расчет показателя ES за 2014 и 2018 гг. с вероятностями 0,95 и 0,99

В миллиардах долларов

показатель	2014 год	2018 год
<b>ES (0,95)</b>	405,4473	741,5214
<b>ES (0,99)</b>	519,5651	950,2312

Источник: рассчитано автором.

Основываясь на расчетах, можно полагать, что в случае возникновения очередной волны финансовых кризисов – череды банкротств или наступления второй волны глобального финансово-экономического кризиса, масштаб потерь будет оцениваться в диапазоне от 224 до 519 млрд долларов в 2014-2015 гг. и 410 – 950 млрд долларов в 2018 г.

Такие потери способны стать катализатором и мультипликатором цепочки банкротств зависимых друг от друга участников международных финансов, тем самым спровоцировав еще большие кризисные потрясения.

Актуальность данных выкладок подтверждается дискуссией в ведущих международных институтах, включая организации, входящие в «группу двадцати», о вопросах стабильности мировой финансовой системы и мировой экономики. Так, 25 сентября 2015 г. в Лондоне под руководством управляющего Банка Англии М.Карни прошло заседание Совета по финансовой стабильности,

в том числе посвященное оценкам воздействия теневого банковского сектора на мировую экономику [249]. На встрече отмечен резкий рост объемов активов под управлением (assets under management, AUM), а также усиление влияния этого процесса на стабильность глобальной финансовой системы в случае возникновения серии банкротств. Ведущая роль здесь отводится хедж-фондам.

В настоящее время ключевые центральные банки мира не обладают необходимым объемом сведений для своевременной оценки вероятности возникновения ситуации, характеризующейся как мировая распродажа активов, проходящая на фоне нехватки ликвидности. Спровоцировать каскад неблагоприятных событий может любое событие: от крупной техногенной аварии до слишком быстрого, по мнению участников финансовых рынков, ужесточения кредитно-денежной политики одной или несколькими крупными экономиками. При этом Советом по финансовой стабильности выделяется ряд факторов, которые могут привести к резким неблагоприятным последствиям сначала для устойчивости финансовой системы, а потом и для мировой экономики в целом. К их числу относится «стадное поведение» управляющих активами, а также торговля по преобладающему тренду, взаимосвязь между финансовыми институтами и их «проциклическое поведение». Однако, в отличие от банковского сектора, в данном случае центральные банки не смогут выступить в роли «кредитора последней инстанции», что и является главной предпосылкой возникновения «глобального кризиса ликвидности», опыт урегулирования которого пока отсутствует. Таким образом, на повестке дня Совета по финансовой стабильности, выступающего одним из главных центров анализа и выработки рекомендаций по глобальному финансовому реформированию [176], сегодня находится задача разработки ряда мер по предупреждению и реагированию в случае обострения рисков, связанных с ростом активов под управлением у финансовых игроков, включая хедж-фонды.

Таким образом, в **пятое направление** влияния хедж-фондов на трансформацию мирохозяйственных связей, при учете гипотетического характера этого влияния, можно выделить риски, связанные с возможностью запуска цепочки банкротств среди управляющих активами, включая хедж-

фонды, в случае наступления неблагоприятного события, способного спровоцировать массовую распродажу активов. В цифровом выражении эти риски подкрепляются результатами расчетов показателей VaR и Expected Shortfall для всей отрасли хедж-фондов в 2014 и 2018 гг. Однако здесь следует учитывать, что эти данные послужат только импульсом к более масштабным потерям для финансовых рынков и нарушения системы мирохозяйственных связей, как это происходит в случае возникновения любого глобального финансово-экономического кризиса [313].

В результате наблюдаемого сегодня, в том числе за счет активной монетарной политики ключевых центробанков мира, увеличения мировой финансовой системы в течение 7-10 последующих лет произойдет расширение глобальной сети финансовых институтов (включая хедж-фонды), что придаст новую силу процессу становления финансового многополярного мира.

Перечислим кратко основные моменты указанных явлений.

– *геофинансовая регионализация* – активизировавшийся с глобальным финансово-экономическим кризисом процесс построения самодостаточных финансово-экономических зон в цивилизационных пространствах:

- ✓ развитие финансовых центров в регионах мира, таких как Европейский союз, Китай, Индия, Евразийское пространство с центром в России, исламский мир, государства Латинской Америки и Африки);
- ✓ вовлечение в орбиту развитых или проходящих период становления финансовых центров новых рынков, а также активов динамично развивающихся стран;
- ✓ расширение инвестиционных потоков из развитых стран в развивающиеся на фоне выхода глобальной экономики из кризиса [96, с.353-355].

В этих процессах сохранится принцип преобладания англосаксонской системы финансового права с прецедентной основой, а также доминирование ядра глобальных финансовых центров (Лондонский Сити и Уолл-Стрит).

– *тренд на развитие финансовых технологий, инноваций, финансового инжиниринга*. Хедж-фондам здесь отводится ведущая роль;

– перевод внебиржевых операций на организованные торговые площадки (роль реформатора в этом процессе принадлежит Совету по финансовой стабильности). По оценкам экспертов компании Eurore Finance, этот сегмент в десять раз больше ценных бумаг, торгуемых на биржах, и составляет порядка 1 квадриллиона долларов;

– рост сегмента финансовых услуг в Валовом внутреннем продукте (от 5 – 6 процентов в 2000-х до 7 – 8 процентов в 2020-х гг.).

На этом фоне будет происходить дальнейшее развитие финансового сегмента мирохозяйственных связей, как это проиллюстрировано на примере таблицы 11.

– усиление связанности участников и операций в мировых финансах (финансовая глобализация). Взаимная интеграция рынков, объединение (в том числе M&A) финансовых, торговых и инфраструктурных институтов, эволюция транснациональных инвестиционных холдингов и эмитентов, продолжение процесса наращивания финансовых активов и трансграничных операций в группе стран финансового ядра (США, Великобритания, ЕС, Япония).

Таблица 11 – Динамика процесса глобализации финансовой сферы

В процентах

показатель	1980	1990	2000	2007	2020
Трансграничные потоки капитала/мировой ВВП в текущих ценах	4,7	5,2	15,3	20,7	23 – 28
Накопленные ПИИ (всего – мир)/мировой ВВП в текущих ценах	6,0	8,5	18,0	28,3	42 - 47
Примечание – рассчитано по: FDI Stat Database, UNCTAD, IMF World Economic Outlook Database, McKinsey Global Institute, 2006 – 2014, Capital Markets Annual Reports.					

Источник: расчеты профессора Я.М.Миркина [96, с.339].

– выход на мировой финансовый рынок новых участников. В ходе финансовой глобализации в финансовый сегмент мирохозяйственных связей будут вовлекаться новые региональные рынки (страны африканского, азиатского, латиноамериканского регионов и др.).

– преобладание в мировых финансах англосаксонской модели финансовых потоков (через офшорные юрисдикции) при использовании США и

*Великобритании в качестве международных финансовых хабов.* На офшоры по-прежнему будет приходиться до 30 – 35 процентов от объема активов и денежных потоков различных финансовых институтов.

– *превращение еврозоны в третий по величине МФЦ (20 – 25 процентов), Восточной Азии и Тихоокеанского региона в четвертый (15 – 20 процентов) [96, с.341].*

– *подвижки в процессе создания и расширения системы наднациональных институтов международного финансового регулирования.* Усиление мониторинга и выработка принципов регулирования системных рисков мирового масштаба (Совет по финансовой стабильности, Международная организация комиссий по ценным бумагам и др.).

Таким образом, данные тенденции будут только усиливать рост отрасли хедж-фондов.

– *долгосрочная тенденция к построению мультиполярной финансовой модели мира.* Если в конце прошлого – начале текущего столетия подавляющая часть денежных потоков накапливалась и перераспределялась внутри англосаксонского финансового ядра (США, Великобритания и их офшорные юрисдикции), то в настоящее время формируется тенденция к увеличению и концентрации финансовых ресурсов в других государствах динамично развивающегося мира, в первую очередь азиатского региона.

Модель финансового ядра продолжит выступать основным хабом для операций крупнейших ТНК, ТНБ, хедж-фондов и финансовых холдингов [164]. При этом англосаксонская модель (принцип построения деятельности) останется главной для всех участников. К ней относится такой сегмент как риск-менеджмент, финансовый инжиниринг, венчурное финансирование, а главное – процесс ценообразования финансовых и товарных активов. Вопрос ограничения возможностей и условий возникновения кризисных явлений международное сообщество перед собой не ставит. А это: формирование финансовых пузырей, проведение спекулятивных и массовых спекулятивных атак, значимый для финансового сектора масштаб оттока/притока капитала.

Таблица 12 – Динамика финансовой глубины мировой экономики.

Показатель – в целом по миру, %	1980	1990	2000	2002	2007	2008	2020
Банковские депозиты/ВВП	46	83	106	114	101	100	<b>110 – 120</b>
Ценные бумаги/ВВП	57	127	243	175	250	192	<b>310 – 330</b>
Итого глобальные финансовые активы/ВВП	103	210	349	289	351	292	<b>420 – 450</b>
Биржевые деривативы/ВВП	н/д	н/д	44	72	146	95	<b>200 – 220</b>
Внебиржевые деривативы/ВВП	н/д	н/д	297	427	1078	899	<b>1900 – 2000</b>

Примечание – глобальные финансовые активы, банковские депозиты в целом по миру, суммарная капитализация рынков акций и долговых государственных, муниципальных и корпоративных ценных бумаг рассчитаны по данным: Mapping Global McKinsey Institute Annual Reports 2006 – 2009, стоимость биржевых и внебиржевых деривативов – по BIS Quarterly Reviews 1995 – 2015 гг., мировой ВВП в текущих ценах – по IMF Economic Outlook Database October 2009.

Источник: расчеты профессора Я.М.Миркина [96, с.321-322].

В таблице 12 показано, что рост мировых финансовых активов по отношению к глобальному ВВП в 2020-х гг. составит до 580 – 650 процентов, внебиржевых деривативов – до 3000 – 3500 процентов [96, с.321-322]. Это будет происходить не только из-за вовлечения в финансовый оборот новых участников, но и в том числе за счет большего использования синдицированных и структурированных финансовых продуктов. Управление рисками: кредитные дефолтные свопы (CDS), обеспеченные долговые обязательства (CDO), покрытые (обеспеченные) активами ценные бумаги (ABS) – например, ипотекой (MBS) и т.п. Расширение использования участниками финансовых рынков (хедж-фонды) сложных деривативов способствует дальнейшему выстраиванию виртуального сегмента мировых финансов.

Резюмируя можно выделить следующие факторы планомерного усложнения мировых финансов:

- усложнение деривативов и финансовых институтов их использующих (хедж-фонды);
- расширение географии их работы (финансовая глобализация);
- постепенное повышение финансовой глубины мировой экономики, как фактор, выступающий в пользу трансформации мирохозяйственных связей. При

этом под финансовой глубиной понимается «пронизанность» экономики финансовыми отношениями, инструментами, институтами, величина финансовой сферы в сравнении с производственными объемами. С точки зрения профессора Я.М.Миркина, чем более развитой и быстрорастущей является страна, тем больше ее финансовая глубина и более значимой является способность финансового сектора к перераспределению денег на инвестиции, выше способность к развитию, стабильней экономический рост;

– активный поиск новых стратегий извлечения прибыли на финансовых рынках, предполагающий конвергенцию хедж-фондов с прочими участниками финансовой деятельности.

В таблице 13 приведен ряд самых значимых финансовых кризисов. Каждый такой кризис на протяжении становления нынешней капиталистической системы приводил к появлению новых финансовых инструментов [313]. В этом же ключе выступает текущий глобальный финансово-экономический кризис, а также те новые глобальные условия, которые он, по сути, инициировал – в виде формируемых партнерств (Транстихоокеанское партнерство, Трансатлантическое торгово-инвестиционное партнерство, Региональное всеобъемлющее партнерство, Азиатско-Тихоокеанская зона свободной торговли и др.).

Рост производных финансовых инструментов будет происходить более быстрыми темпами, чем увеличение финансовых активов. Деривативы, под давлением поиска повышенной доходности, будут выпускаться на права доступа к сырью, чистой (питьевой) воде, воздуху, биомассе, информации. Примером здесь может служить рынок квот на выбросы парниковых газов. Секьюритизация, делая финансовые и товарные активы ликвидными, продолжится в глобальном масштабе.

Таблица 13 – Инновации, которые давали финансовые кризисы

<b>Кризис</b>	<b>Финансовые инновации</b>
Тюльпаномания (1634 – 1637)	Массовый биржевой товар (луковицы тюльпанов), товарные фьючерсы и опционы с базисом в луковицах
Мыльный пузырь Компании Южных морей (1719 – 1720) Пузырь Компании Миссисипи (1717 – 1720)	Акции, государственные ценные бумаги, секьюритизация проблемного государственного долга, финансовая пирамида
Паника (1890)	Долговые ценные бумаги развивающейся страны (Аргентина)
Кризис рынка акций США, старт Великой депрессии (1929)	Акции, маргинальная торговля
Долговой кризис третьего мира (1982)	Долговые ценные бумаги большой группы развивающихся рынков (Латинская Америка и др.)
Кризис рынка акций США (1987)	Программный трейдинг (алгоритмическая торговля)
Азиатский кризис (1997 – 1998)	Акции, долговые ценные бумаги, валюта и деривативы развивающихся рынков
Кризис доткомов (США, Европа, 2000)	Акции высокотехнологичных компаний
ГФЭЖ 2007 – настоящее время	Продукты секьюритизации ипотеки и других финансовых активов, внебиржевые деривативы, структурированные финансовые продукты, хедж-фонды, компании частного капитала (private equity). Главенство нелиберального типа экономического мышления
Кризис санкционной войны Запада против России. Геополитические риски (Ближний Восток, Украина и т.д.). Риски развития еврозоны (Греция).	Переход к финансовым продуктам, связанным с технологиями шестой волны технологического уклада (технологии группы NBIC), а также инфраструктурными инициативами

Источник: разработано автором по источнику [96, с.351].

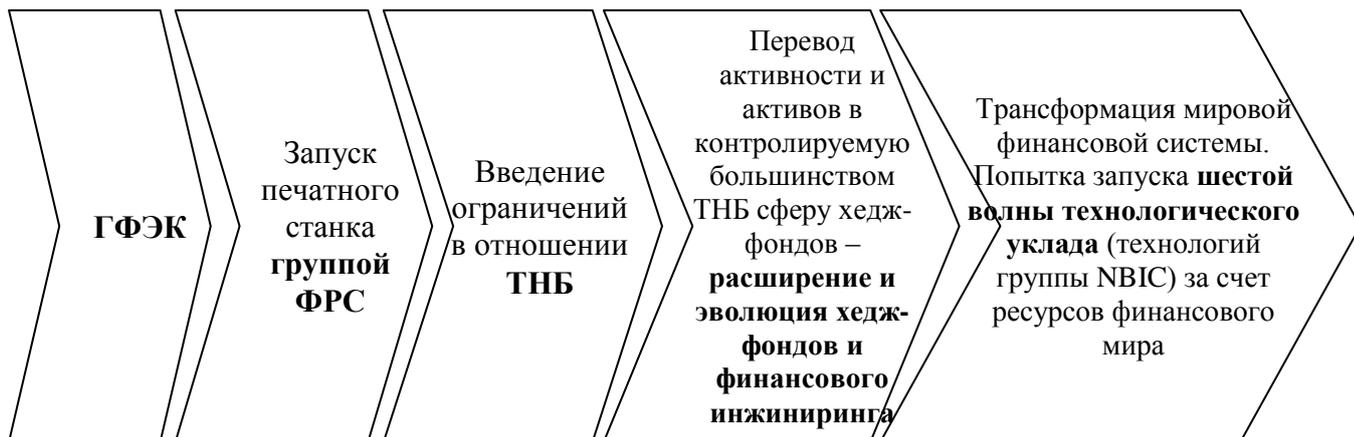
Отечественная финансовая система и финансовый рынок продолжают следовать за мировым. Однако определенные коррективы вносят санкции западных стран против Российской Федерации. Так, если за несколько лет до событий 2014-2015 гг. зарубежные инвестиционные компании внимательно следили за российскими инвесторами и привлекали их средства в собственные хедж-фонды, то текущие события замедлили эти процессы.

Здесь важно отметить, что в условиях текущей финансовой глобализации и прогноза ее интенсификации и расширения, хедж-фонды выступают именно финансовыми проводниками данных процессов. Это объясняется тем фактом,

что хедж-фонды работают практически по всем значимым секторам экономики (нефтегазовые компании, промышленное оборудование, медицинский сектор, средства массовой информации и др.) [54]. Они также имеют все более тесные связи с прочими институциональными инвесторами (пенсионные фонды, взаимные фонды, банковский сектор). Тем самым хедж-фонды, с одной стороны, более плотно связывают финансовую сферу со всеми значимыми бизнес-процессами, но с другой стороны, концентрируют финансовые риски.

Таким образом, влияние хедж-фондов на трансформацию мирохозяйственных связей оказывается эволюционным путем посредством финансовой глобализации и ее проводников в лице хедж-фондов. Усиление пронизанности мировой экономики финансовыми операциями (рост финансовой глубины или финансиализация) оказывает непосредственное влияние на ее участников – как частных компаний и холдингов, так и целых государств.

На рисунке 46 представлена схема финансовой глобализации. Глобальный финансово-экономический кризис, острая фаза которого пришлась на 2008-2009 гг. запускает «механизм спасения» ключевых игроков – банков – путем монетарных программ группы ФРС (ФРС, ЕЦБ, Банк Англии, Банк Японии и др., 2009-2015 гг.). Формально банкам запрещают заниматься игрой на финансовых рынках – через введение закона Додда-Франка (правило Волкера) и ряд прочих европейских правил (например, MiFID – директива Евросоюза «О рынках финансовых инструментов» [153]). Однако поступающие от центробанков средства требуют поиска точки эффективного применения и ТНБ переносят свою деятельность в хедж-фонды, которые ими либо контролируются, либо активно с ними сотрудничают. Сопутствующее этому процессу развитие финансовых технологий и вовлечение в финансовое поле новых участников, стран и регионов мира – содействует финансовой глобализации.



Источник: составлено автором.

Рисунок 46 – Схема причинно-следственной связи финансовой глобализации

Также прогнозируется реализация условий по формированию тенденции по сближению «виртуальных» финансов и реального сектора экономики (должен произойти обратный процесс – по уходу от разрыва между финансами и реальным хозяйством). Ведущими участниками мирохозяйственной деятельности делается попытка запустить шестую волну технологического уклада, главным образом технологий группы NBIC (Nano, Bio, Info, Cogno – нанотехнологии, биоинженерия, информационные технологии и искусственный интеллект) [101, с.15-22]. В этом контексте интересна инициатива австралийского председательства в G20 в 2014 г. по созданию Глобального хаба инфраструктурных инвестиций [328, 208], который должен будет соединить потенциал приведенных выше инвесторов, включая хедж-фонды, и инвестиционных проектов.

### 3.2 Оценка изменения роли хедж-фондов в условиях трансформации мирохозяйственных связей

Данная в предыдущих параграфах характеристика отрасли хедж-фондов показывает риски и угрозы финансовой стабильности стран и мировому развитию в целом. Учитывая сложную ситуацию в российской экономике, необходима разработка специальных механизмов по развитию реального

сектора экономики с активным привлечением сферы финансов. В расчет также необходимо брать специфику условий ведения бизнеса в отечественных условиях. Помимо всего прочего, подобными идеями для развития национальной экономики стали задаваться в ЕС, где на уровне Еврокомиссии, а также Комитета Еврокомиссии по экономике и финансам в ближайшее время будет сформирована задача – разработать комплексный механизм развития хозяйства с привлечением финансовых инструментов, фондов и институтов.

В данном параграфе разработано несколько направлений соединения финансовой сферы (области и содержательной части деятельности хедж-фондов) и реального сектора экономики. К их числу относятся:

- механизм применения офсетных сделок для развития реального сектора экономики РФ (проектное финансирование);

- «финансовый спектр» (применение возможностей хедж-фондов, использование исламского банкинга, а также проектных облигаций);

- Китайская инвестиционная корпорация (СІС), Азиатский банк инфраструктурных инвестиций (АБИИ), Глобальный хаб инфраструктурных инвестиций, Фонд Шелкового пути и т.д.;

- разработка специализированного центра отслеживания финансовых рисков и угроз (по аналогии с Обсерваторией финансовых кризисов при Швейцарской технологической школе – ETH Zurich).

Хедж-фонды можно было бы использовать для развития системообразующих секторов национальной экономики. Учитывая негативный опыт санкций западных стран против РФ, который показал высокую степень уязвимости, открытости и зависимости экономики России от внешних воздействий, порог чувствительности отечественной финансовой системы можно было бы снизить через введение прицельного проектного финансирования реального сектора отечественной экономики. Для этого представляется возможным использование ресурсов ЦБ России (золотовалютные резервы). При этом в системе кредитования внутри страны использовать пониженные процентные ставки, либо систему льгот. Отдельный интерес представляет система исламского банковского права (Islamic banking),

заменяющая выгоду банка от процента на прибыль от конкретного проекта, на который банк дает деньги. Таким образом, финансово-кредитные учреждения вынуждены внимательно изучать те проекты, которые они финансируют.

Финансирование проектов в российской экономике можно было бы осуществить через офсетные сделки с привлечением хедж-фондов. Такие сделки предполагают компенсационные условия. Так, в случае закупки импортной продукции условием будет выставление встречных требований – инвестировать определенную сумму средств от сделки в экономику государства-импортера. Как правило, в таких соглашениях прописывается размер требуемого офсета. Выделяют два вида офсетных сделок – прямые и косвенные [196].

- *прямые офсеты* относятся к услугам или продукции военного назначения, которые поставляются на экспорт военно-промышленной компанией. Зачастую подобные сделки имеют форму совместного производства, лицензионного производства, финансирования, передачи технологий, субподряда или организации обучения.

- *косвенные офсеты* не принадлежат к услугам или продукции военного назначения, которые поставляются на экспорт оборонной компанией. Такие офсеты включают финансирование, передачу технологий, приобретение, обучение, инвестиции и помощь с маркетингом и экспортом.

Какого-либо международного офсетного соглашения нет. В 1990-е годы его разрабатывали Соединенные Штаты. Сегодня в США офсетные сделки находятся в компетенции Счетной палаты США (GAO). Так, с 1993 г. по 2010 г. более 50 американских фирм подписали порядка 760 контрактов с 47 странами. Сумма сделок превысила 111 млрд долларов [297].

В России в 2010 г. Министерством экономического развития РФ было разработано положение «О внедрении офсетного механизма в России», представленное затем Правительству РФ. Тем не менее, полноценного федерального закона разработано не было.

Международная практика свидетельствует в пользу высокой эффективности для национального хозяйства применения механизма офсетных

сделок. Однако подавляющая часть примеров использования офсетов относится к военно-технической сфере.

В условиях кризисных явлений в российской экономике на фоне постепенного процесса финансовой глобализации, для создания высокотехнологичного и конкурентоспособного реального сектора хозяйства, использование механизма офсетов в сфере финансов весьма перспективно. Это позволило бы обеспечить более эффективное применение финансовых технологий с целью развития реального сектора хозяйства и повышения финансовой глубины национальной экономики. При этом важно гарантировать положительную сторону использования финансовых возможностей, чтобы не поставить весь реальный сектор страны в зависимость от виртуальных финансов и финансовых спекуляций.

Для этого, хедж-фондам можно было бы предложить услугу, включающую финансовые преференции при проведении операций на национальном финансовом рынке в обмен на ряд обязательств, предполагающих реальные инвестиции в экономику государства.

Задачей модели «*финансовый спектр*» является сосредоточение внимания участников отечественного финансового рынка, а также государственных структур – на разработке, развитии и продвижении необходимых финансовых инструментов и институтов, способных стимулировать хозяйственный сектор РФ. Такая модель могла бы состоять из следующих элементов.

– *использование принципов функционирования исламских финансов.* Предполагает непосредственное тесное сотрудничество кредитора с получателем средств и «контроль» над проектом, под который они были выделены. А не простое ссуживание денежных средств, пусть и при использовании самой современной системы кредитного скоринга. Таким образом, возможным стало бы формирование целого пула проектов, призванных сосредоточить усилия по развитию системообразующих секторов национальной экономики.

– *запуск проектных облигаций.* Такие облигации можно было бы выпускать под конкретные проекты, нацеленные на развитие реального сектора

хозяйства при непосредственном участии государства. От эффективности реализации проектов могла бы зависеть доходность по проектным облигациям. Таким образом, обеспечивался бы интерес участников офсетов, в первую очередь хедж-фондов: чем эффективнее проект, тем больше доходность по специальным облигациям.

*– введение в действие механизма, предполагающего повышение рыночной капитализации акций системно значимых для национальной экономики компаний при участии хедж-фондов с целью привлечения дополнительных средств (доп. эмиссия, IPO и др.) для реализации проектов.*

Для продвижения национальных компаний, включая российские хедж-фонды, перспективным представляется изучение опыта и взаимодействие с Китайской инвестиционной корпорацией, АБИИ, а в перспективе с формируемым в настоящее время Глобальным хабом инфраструктурных инвестиций.

*Китайская инвестиционная корпорация (China Investment Corporation – CIC) – один из самых крупных инвестиционных фондов в мире. Власти КНР используют его для скупки активов по всему миру, проникновения в компании, выкупа целых сегментов в производственных цепочках значимых, преимущественно европейских товаров. Китайцы также используют CIC для управления своими ЗВР. Данные о размере средств под управлением этого фонда строго засекречены, однако по некоторым оценкам, в 2013 г. эта сумма равнялась 575 млрд долларов. Фонд вел себя особенно агрессивно во время долгового кризиса в еврозоне в 2011-2013 гг. В этот период китайцами были скуплены существенные доли в некоторых компаниях (особенно инфраструктурного и промышленного сектора) в таких странах, как Греция Испания, Италия и Португалия, где национальные правительства под давлением финансово-экономических сложностей вынуждены были идти на уступки, в том числе в обмен на финансовую помощь [130].*

*Глобальный хаб инфраструктурных инвестиций [157] – центр соединения проектов, идей, инвесторов из различных стран для развития инфраструктурных проектов (находится в Сиднее). Решение о создании принято на полях саммита*

«группы двадцати» в Брисбене 15 – 16 ноября 2014 г. [13] Это было сделано в рамках общемировой инфраструктурной инициативы – программы поддержки частных и государственных инвестиций в высококачественную инфраструктуру. Планируется многостороннее взаимодействие с частным и государственным сектором, а также банками развития (многосторонними, национальными и региональными), международными организациями, а также всеми остальными сторонами для соединения их экспертного и инвестиционного потенциала, а главное, его ориентирования на модернизацию инфраструктурных рынков.

*Азиатский банк инфраструктурных инвестиций* – международная структура, созданная для целей финансирования проектов по аналогии с инфраструктурным хабом, однако продвигаемая Китаем. Объединяет 21 государство АТР. Резервы банка составляют 100 млрд долларов. Оценочная емкость рынка составляет порядка 8 трлн долларов.

В процессе вовлечения хедж-фондов в уже созданные и создаваемые мировые инфраструктурные проекты можно выделить ряд рисков. Во-первых, это риск перенесения на проекты спекулятивной компоненты хедж-фондов (ценовые колебания). Во-вторых, применение хедж-фондами в данном случае стратегии, предполагающей проникновение в компании (четвертое направление влияния хедж-фондов на трансформацию мирохозяйственных связей), которые, так или иначе, завязаны на крупные инфраструктурные проекты.

С целью определения таких рисков необходимо создание *центра выявления (мониторинга) финансовых рисков и угроз*. Для этого нужны сильные аналитико-прогностические подразделения. Наиболее качественным и эффективным аппаратом, как правило, располагают крупные хедж-фонды, особенно работающие по стратегии Global Macro (глобальное макроинвестирование). Тем не менее, все равно есть риск банкротства. В 1998 г. из-за потери позиций в связи с кризисом ГКО в России прекратил свое существование хедж-фонд LTCM, который управлял активами размером в 1,25 трлн долларов.

Качество аналитики по предупреждению финансовых кризисов, а также выявлению очагов зарождения финансовых «пузырей» во многом определяет благосостояние страны. Обсерватория финансовых кризисов при ETH Zurich с этой целью занимается ежедневным мониторингом тысячи показателей. Для разработки и развития отечественной системы мониторинга финансовых рисков можно было бы отслеживать финансовые системы стран мира на предмет очагов зарождения и достижения критических точек финансовых «пузырей», а также анализировать финансовую отчетность компаний, взаимодействующих с системообразующими предприятиями РФ. Проводить мониторинг финансово-кредитной активности (влияние монетарных программ QE на процесс ценообразования, вызванное этим зарождение пузырей, ценовую волатильность и др.) в ведущих МФЦ – для предупреждения кризисных явлений.

Являясь частью мировой финансовой системы, отечественные финансы следуют за глобальными тенденциями. Это определяет необходимость разработки комплексной всесторонней финансовой системы развития, с задачей проектного финансирования инновационного и высокотехнологичного секторов экономики, как следствие, создание рабочих мест и общее повышение качества жизни населения. Для этого необходимы:

- *налоговое стимулирование* жизненно важных секторов экономики, при акценте на долгосрочные инвестиции в системно значимые отрасли народного хозяйства;

- *устранение инфляции издержек* (немонетарная инфляция) при торможении процесса постоянного повышения цен;

- *государственное участие* в финансовом стимулировании системно значимых технологических проектов российской экономики. Обеспечение системы низких процентных ставок [177, 178];

- налоги на «горячие деньги» по счету капитала;

- налоги или частичное ограничение на отток/приток спекулятивного капитала;

- система комплексного контроля за системными угрозами и рисками финансового и внешнеэкономического сегмента;

– госпрограммы *проектного финансирования*. Формирование комплексного механизма проектного финансирования и повышение его эффективности должны быть реализованы в пакете мер по стимулированию развития реального сектора российской экономики [179].

Период 2009 – 2014 гг. охарактеризовался некоторой стабилизацией кризисных процессов, однако в условиях долгового и структурного кризиса в еврозоне, на фоне чего формировались условия для развития хедж-фондов в РФ. Федеральная служба по финансовым рынкам России зарегистрировала первый в России хедж-фонд 21 июля 2009 г. (УК «Альфа-Капитал») [197]. Он был отнесен к категории закрытого паевого инвестиционного фонда категории хедж-фонд. В ноябре 2015 г. в РФ было зарегистрировано 28 хедж-фондов, из которых функционирует 25.

В 2014 г. начался второй период, что объясняется применением санкционной политики ряда стран Запада в отношении РФ. Он может быть охарактеризован высоким уровнем финансовой нестабильности, формированием кризиса доверия по отношению к финансовой системе России. При этом отечественные хедж-фонды демонстрируют отрицательные и нестабильные показатели роста. Среди главных сложностей российского финансового сектора можно выделить:

– зависимость процесса ценообразования финансовых активов РФ от активности на этом направлении иностранных инвесторов. Более половины денежной массы составляют приходящие из заграницы в Россию «горячие деньги» для вложения в акции;

– поступление и формирование денежных средств из заграницы – как фактор финансирования экономического роста в РФ (кредитная экспансия, когда росбанки брали дешевые кредиты в европейских странах и выдавали их в России с большой накруткой);

– недостаток денег в экономике (низкая монетизация);

– возможность свободного движения спекулятивных («горячих») денег в российской финансовой системе, в том числе оптимально подходящая для крупных иностранных инвесторов;

- олигополистическая структура рынка;
- повышенная концентрация: собственности в капиталах АО; фокусирование участников на узкой группе финансовых инструментов; сосредоточение подавляющей части финансовых участников и финансовых ресурсов в Москве; олигополистический характер институциональных инвесторов и финансовых посредников; невысокие показатели участия населения на финансовом рынке; нет налогового стимулирования для резидентов для активизации работы на финансовом рынке.

Следствием является низкая эффективность российского финансового рынка, его сильное падение в 2014 – 2015 гг., уход инвесторов с рынка акций. Сохраняются высокие риски возникновения финансового кризиса. Нетто-инвестиции в акции в 2008 г. сократились на 84 процента, однако уже в 2009 г. выросли на 112 процентов.

Низкая ресурсная база и невысокая вовлеченность потенциальных инвесторов сдерживает возможности российского финансового сектора по перетоку инвестиций в реальный сектор хозяйства. В текущей ситуации, по мнению ряда экспертов, есть вероятность наступления полномасштабного финансового кризиса и возникновения у ряда участников состояния дефолта.

Для отечественного финансового рынка, инвестиционных компаний и государства в целом интерес представляют инструменты, позволяющие диверсифицировать риски разноскоростных движений рынка, а также принимать в расчет особенности бизнеса в российских условиях. В качестве этого механизма наиболее всего подходят хедж-фонды.

С учетом того, что российский фондовый рынок только развивается – не все стратегии хедж-фондов могут применяться в РФ. Это объясняется недостаточной инвестиционной инфраструктурой, несовершенством профильного законодательства, низкой ликвидностью многих ценных бумаг (все операции сосредоточены преимущественно на рынке акций).

Модель, предполагающая использование возможностей, опыта и ресурсов хедж-фондов для проектного финансирования реального сектора экономики России при государственной политике значительных налоговых стимулов, а

также отслеживания рисков от такого участия хедж-фондов, способна стать влиятельным механизмом развития экономики РФ.

Однако среди отрицательных моментов использования хедж-фондов российскими инвесторами можно выделить следующие.

*– хедж-фонды привлекают состоятельных клиентов своей непрозрачностью для органов налогового контроля, за счет того, что работают через офшоры.* Исходя из этого, органам надзора сложно зафиксировать реальный размер прибыли. Схема участия инвестора в хедж-фонде выглядит как покупка одним офшором ценных бумаг другой офшорной юрисдикции. Используется многоуровневая система налоговой оптимизации.

*– хедж-фонды могут искусственно создавать кризисные ситуации для получения дохода.* Для этого используются коллективные спекулятивные атаки на понижение. Такие стратегии требуют тщательного изучения российскими государственными ведомствами финансового профиля, в том числе при совершенствовании российского законодательства. В то же время извлечь информацию по работе хедж-фондов весьма затруднительно. Их деятельность непрозрачна, а при анализе фонда невозможно вообще, либо сложно посчитать коэффициенты Шарпа, альфа и бета.

*Механизм развития экономики РФ.* При прогнозе увеличения финансовой глубины мировой экономики расширится сегмент мировых финансов, включающий финансирование инноваций (высоких технологий). В таких условиях определенную популярность будут заслуживать механизмы государственного участия в финансировании производств, а также их конкурентной защиты, в том числе от внешней финансовой нестабильности (трансграничное сильное движение капиталов, «горячие» деньги, финансовые пузыри, проведение массовых спекулятивных атак).

России нужна модель развития, позволяющая в полной мере использовать внутренние ресурсы роста (внутренний спрос) и предполагающая снижение стоимости денег на фоне повышения денежного обеспечения товарной массы (уход от дефицита денег) при проведении прицельной финансовой работы с проектами системообразующих секторов национальной экономики.

Центральное место модели также занимает налоговое стимулирование, опора на среднее и малое предпринимательство (средний класс) и деолигополизация рынка и системы определения цен, применение офсетного механизма – при опоре на всесторонний характер его использования. Отечественные финансы должны стать общероссийским национальным проектом, призванным создать все условия для стратегического развития экономики страны.

Неотъемлемым элементом такой системы выступает мониторинг кризисных процессов, финансовых состояний и формируемых трендов, намерений основных участников мировой финансовой системы (включая денежные власти и финансовых регуляторов). В этом контексте большую роль имеет политика финансовых средств массовой информации, влияющих на психологию инвесторов. Задачей должна стать их ориентация на долгосрочное вложение средств в основные проекты национальной экономики.

Глобальный финансово-экономический кризис запустил общемировой процесс геофинансовой и геоэкономической регионализации. На смену размыванию национальных суверенитетов деятельностью большого числа транснациональных корпораций, банков и финансовых холдингов приходят различные зоны свободной торговли. Идея подобных объединений была разработана еще австрийским экономистом Фридрихом Листом (1789-1846) в начале XIX века и получила название автаркии больших пространств. Сегодня это Транстихоокеанское партнерство, Трансатлантическое торгово-инвестиционное партнерство, Региональное всеобъемлющее экономическое партнерство, Азиатско-Тихоокеанская зона свободной торговли, Единое экономическое пространство (Евразийское) и прочее. Формируется новая финансово-экономическая реальность. И она заставляет разрабатывать новые формы использования финансовых ресурсов, формирования в центре таких автаркий полноценных МФЦ. В частности, в РФ финансовый центр [25] мог бы выполнять функцию концентратора капитала для снижения его оттока и направления в нужные экономике области.

Современные хедж-фонды взаимодействуют с большим числом институциональных инвесторов, например, накапливают значительные средства

американских пенсионных фондов. Они используют эти средства в рискованной спекулятивной игре, однако обеспечивают высокий уровень доходности.

Все это позволяет говорить о формировании принципиально нового механизма использования финансового сектора для проектного развития экономики.

Постоянный рост мировых финансов и повышение сложности финансовых технологий подталкивают РФ к встраиванию в центр мирового капитала, несмотря на закрепление санкционной логики западных стран против России.

### **Выводы по Главе 3**

1. Зафиксирован процесс конвергенции отрасли хедж-фондов и институциональных инвесторов, среди которых пенсионные, суверенные, взаимные и прочие фонды. Попытка сотрудничества, совместного управления активами или открытия собственных хедж-фондов этой группой инвесторов объясняется их заинтересованностью в получении имеющихся у аналитических команд хедж-фондов знаний, а также желании продемонстрировать большие доходности.

2. Дана оценка роста масштабов всей отрасли хедж-фондов, а также приведен прогноз ее развития до 2018 г.

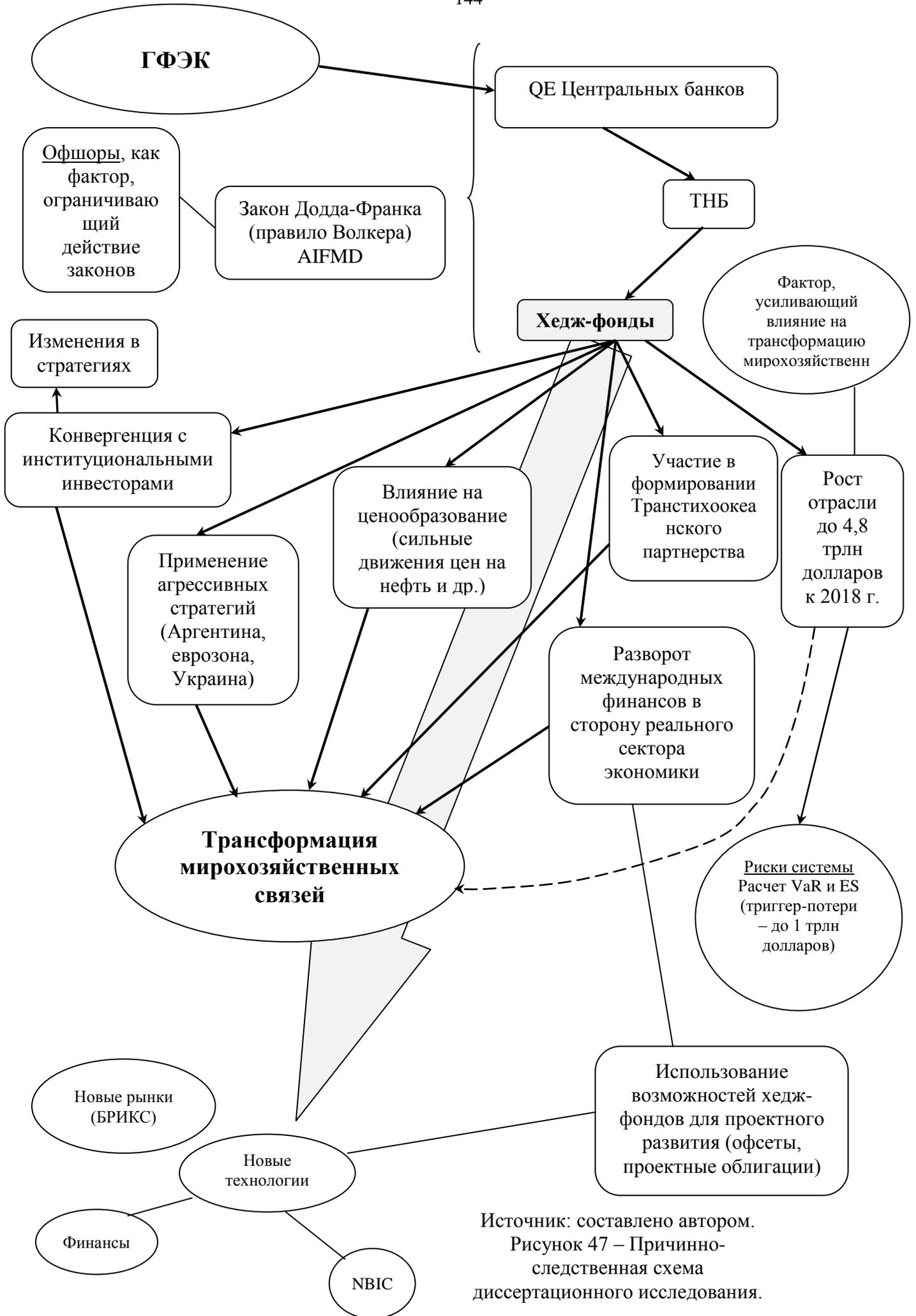
3. С помощью инструментов финансовой математики (показателей «стоимостной меры риска» (VaR) и «потерь при катастрофическом сценарии» (ES)) доказан рост рисков от расширения отрасли хедж-фондов для всей финансовой системы. Основываясь на расчетах, можно сделать вывод, что в случае возникновения очередной волны финансовых кризисов – череды банкротств или наступления второй волны ГФЭК, масштаб потерь может оцениваться в диапазоне от 224 до 519 млрд долларов в 2014-2015 годах и 410 – 950 млрд долларов в 2018 г. Такие потери могут стать катализатором и мультипликатором цепочки банкротств зависимых друг от друга участников

международных финансов, тем самым спровоцировав еще большие кризисные потрясения и соответствующие потери.

При этом показана актуальность проведенных расчетов в связи с обсуждением проблемы возможной массовой распродажи активов и возникновения цепочки банкротств на заседаниях Совета по финансовой стабильности. Этот вопрос можно выделить в еще одно направление влияния хедж-фондов на трансформацию мирохозяйственных связей, однако, при учете гипотетического характера такого влияния в случае запуска цепочки банкротств среди управляющих активами, включая хедж-фонды, в случае наступления неблагоприятного события, способного спровоцировать массовую распродажу активов.

4. Проанализированы прочие направления процесса трансформации мирохозяйственных связей, в котором непосредственное участие принимают хедж-фонды.

5. Предложены некоторые направления использования возможностей хедж-фондов для развития реального сектора экономики – на основе офсетных сделок, проектного и инфраструктурного финансирования, модели «финансовый спектр», центра мониторинга финансовых угроз.



Источник: составлено автором.  
 Рисунок 47 – Причинно-следственная схема диссертационного исследования.

## Заключение

В основе того, к чему пришла мировая финансовая система, лежит политика создания виртуальных ценностей, наращивания капитала финансовыми институтами. В конечном счете, они построили механизм искусственного перераспределения в свою пользу реально созданных в экономике ценностей и, в том числе за счет «надувания пузырей», способны спровоцировать экономические кризисы.

С начала ГФЭК по настоящее время (2015 г.) было проведено уже 10 антикризисных саммитов «группы двадцати» не считая многочисленных встреч министров финансов и глав центробанков. Однако, несмотря на попытки финансового руководства ведущих стран Запада что-то сделать, глубинные причины кризиса остаются не тронутыми.

Сегодня на базе Совета по финансовой стабильности ведется дискуссия относительно роли хедж-фондов в глобальном финансово-экономическом кризисе и оптимальных способах регулирования этой сферы финансовых услуг. Одни эксперты указывают на то, что раскрытие информации приведет к снижению конкурентоспособности хедж-фондов и окажет дестимулирующий эффект на инновации в финансовой сфере. В то же время другие утверждают, что регуляторы должны предпринять адекватные меры для защиты инвесторов и поддержания стабильности финансовых рынков. Однако, анализ положений принятого в 2010 г. закона Додда-Франка показывает, что он снял лишь общественное напряжение относительно деятельности хедж-фондов, оставив лазейки для их эффективной работы.

Мировая финансовая система сегодня переживает глобальную трансформацию, из которой ей предстоит выйти обновленной и усовершенствованной. Влияние хедж-фондов на трансформацию мирохозяйственных связей в совокупности создает абсолютно новые реалии и для мировой финансовой системы, и для мировой экономики.

Хедж-фонды не только принимают непосредственное участие в формировании волатильности, вплоть до сильных движений рынка, а также

могут привести страну к состоянию технического дефолта, как это было показано на примере Аргентины и потенциально Украины и Греции, где все намного сложнее. Хедж-фонды способны взять под контроль компанию, одновременно, путем вмешательства в ее управление, улучшив финансовые показатели, но и, с высокой долей вероятности, потом продав большую часть акций, практически обанкротив ее, заработать на этом. Руководствуясь своими интересами и интересами аффилированных с ними структур, они могут оказывать влияние на заключение международных соглашений, таких как Транстихоокеанское партнерство. Хедж-фонды намерены также участвовать в других международных проектах, как Глобальный хаб инфраструктурных инвестиций, Азиатский банк инфраструктурных инвестиций и прочее. Все это будет происходить на фоне практически двукратного роста всей отрасли к 2018 г. и неуклонно растущей взаимной интеграции с различными институциональными инвесторами.

Принимая в расчет все эти факторы, справедливо было бы говорить о процессе создания некоторой формы инвестиционного института или фонда, до сегодняшнего дня не существовавшей, которая, по внешней форме вбирает в себя деятельность многих прочих структур на финансовых рынках, из проектного финансирования, транснациональной практики, однако по содержанию вполне соответствует хедж-фондам. Сумма активов под управлением 15 крупнейших финансовых холдингов превышает 25 трлн долларов (первое место у BlackRock с 4,7 трлн долларов).

Анализ мирового опыта развития и функционирования хедж-фондов показывает, что эти институты начинают играть возрастающую роль в мировых финансах, используют абсолютно все инновации финансового инжиниринга.

Мир финансов движется по пути постоянного усложнения, территориального расширения (охват всего спектра цивилизаций мира), распространения на все большее количество объектов (через деривативы новых технологических принципов, человеческого и интеллектуального капитала, технологий группы NBIC), а также развития и появления новых финансовых технологий, которые также активно используются хедж-фондами.

Определяющей в нынешних условиях в процессе развития экономики является роль государства. Поэтому в исследовании была сделана попытка предложить некоторые механизмы соединения инвестиционных возможностей отрасли хедж-фондов и реального сектора хозяйства. Государство обязано воздействовать на финансовую сферу экономики, по крайней мере до тех пор, пока она не станет полностью выполнять функции, оправдывающие необходимость ее существования.

Таким образом, по результатам проведенного диссертационного исследования на защиту выносятся следующие основные выводы и рекомендации автора.

1. Проанализирован, обоснован и доказан факт влияния глобальной отрасли хедж-фондов на трансформацию мирохозяйственных связей. При учете, что мирохозяйственные связи – это совокупность торгово-хозяйственных и финансовых связей не только между государствами, но также и между частными внутригосударственными и транснациональными участниками хозяйственной деятельности, как по отдельности, так и в своем единстве, – то хедж-фонды, обладая возможностью оказывать концентрированное и косолидированное воздействие на многие финансово-экономические процессы, включая ценообразование, увеличивают в мирохозяйственных связях финансовую составляющую, что приводит к их трансформации. В частности это достигается за счет:

– применения стратегии хедж-фондов по нагнетанию кризисной ситуации и извлечению из этого прибыли (примеры технического дефолта Аргентины, а также предефолтного состояния Греции и Украины);

– лоббирования в ходе разработки и согласования положений по заключению договора о создании Транстихоокеанского партнерства (а также в перспективе ряда других международных соглашений о создании зон свободной торговли), потенциально меняющего мирохозяйственные связи в общепланетарном масштабе;

– влияния на процесс ценообразования (сырьевые товары, гособлигации), в том числе путем проведения массовых спекулятивных атак;

– сближения отрасли хедж-фондов с институциональными инвесторами, повышения вследствие этого рисков для финансовой системы, в случае применения агрессивных стратегий.

Механизм коллективных действий хедж-фондов позволяет оказывать существенное влияние на финансовую систему, как отдельного государства (Аргентина), так и мировых финансов. Фундаментальной особенностью современной отрасли хедж-фондов является использование согласованных массовых целенаправленных действий по извлечению прибыли от создания кризисных ситуаций: массовые спекулятивные атаки, игра «на понижение» и «разогрев» цен (управление спросом и предложением ценных бумаг), манипуляция информацией («вброс» направленных данных через СМИ), «активные» операции по слияниям и поглощениям и т.д.

2. Проанализированы и выделены три этапа развития глобальной отрасли хедж-фондов. Первый (1949-1990 гг.) – период накопления и концентрации финансовых технологий узкой группой разработчиков хедж-фондов. Второй (1990-2008 гг.) – период выхода отрасли хедж-фондов на опережающие количественные показатели. Третий (с 2008 г. по настоящее время, 2015 г.) – период глобального финансово-экономического кризиса, глобальной конвергенции отрасли хедж-фондов с прочими участниками мировой финансовой системы и роста влияния хедж-фондов на мировую экономику.

На их основе сформулированы три характеристики понятия хедж-фонд. Хедж-фонды первого периода – это узкий круг (богатых) участников при сохранении сравнительно небольших объемов активов под управлением, использующих, как правило, свою индивидуальную стратегию. Создавались самыми опытными портфельными менеджерами, трейдерами и аналитиками с наивысшим рейтингом в период накопления финансовых технологий, трансформации Бреттон-Вудской системы и либерализации финансового законодательства.

Особенностью хедж-фондов второго периода является резкий скачок количества и общего объема активов под управлением (до 65 раз за весь период), на фоне значительного числа масштабных дефолтов данных фондов.

Это период одновременно не только становления отрасли, но и критических проявлений хедж-фондов, например, в части применения ими агрессивных стратегий.

Хедж-фонды современного этапа принципиально отличаются от двух других периодов. Для них характерно усиление влияния на мирохозяйственные связи, главным образом за счет повышения связности хедж-фондов со всеми остальными участниками мировой экономики и мировых финансов, например пенсионными, взаимными, благотворительными и прочими фондами. С 2008 г., с началом острой фазы глобального финансово-экономического кризиса, происходит запуск масштабных монетарных программ ведущими центробанками мира, которые оказали непосредственное влияние на развитие мировой отрасли хедж-фондов. На этом фоне в кризисный период в глобальной отрасли хедж-фондов выросло число особо крупных (за счет их дальнейшего развития) и, напротив, небольших фондов (так как многие пытаются достичь высоких показателей доходности, которые демонстрируют хедж-фонды). Таким образом, существуют прогнозы практически двукратного роста отрасли в ближайшие несколько лет, однако на фоне рисков для мировой финансовой системы.

**3.** Сформулировано актуализированное с учетом проанализированных особенностей развития мировых финансов и влияния хедж-фондов на трансформацию мирохозяйственных связей определение понятия хедж-фонд. Представлено всестороннее детальное описание дефиниции, включающее факторы, определяющие воздействие на мирохозяйственные связи, такие, как, например, проведение массовых спекулятивных атак.

Также сделано предположение о схожести содержательной части деятельности хедж-фондов с так называемыми финансовыми холдингами (BlackRock, Vanguard Group, State Street Global Advisors, Fidelity Investments и др.). В случае принятия того, что они делают за деятельность, аналогичную той, которой занимаются хедж-фонды, степень влияния последних на мирохозяйственные связи должна повыситься на порядок.

4. Структурирована и обоснована система основных участников мирохозяйственных связей, взаимодействующих с хедж-фондами как ее неразрывными элементами, находящимися в процессе еще большей интеграции в систему мирохозяйственных связей. Описаны и проанализированы основные формы взаимодействия между хедж-фондами и ведущими участниками мирохозяйственных связей.

5. Выявлена схема поступления финансовых ресурсов в хедж-фонды через банковскую систему от монетарных программ ведущих центральных банков мира (Quantitative Easing). В результате введения в США закона Додда-Франка (правило Волкера) продолжилась взаимная интеграция хедж-фондов с крупными ТНБ. Банки переводят инвестиционную активность в подконтрольные или создаваемые ими хедж-фонды для продолжения или возобновления спекулятивных операций. На этом фоне происходит рост отрасли хедж-фондов за счет монетарных программ ведущих центральных банков мира.

6. Проанализированы причины и последствия прогнозных ожиданий в отношении дальнейшего роста отрасли хедж-фондов до 4,81 трлн долларов к 2018 году.

7. Расчитана степень риска от роста глобальной отрасли хедж-фондов для мировой финансовой системы на основе показателей VaR и Expected Shortfall (для показателей 2014 и 2018 гг.). Объем потерь оценивается в пределах 1 трлн долларов. Однако эти цифры рассматриваются в качестве импульса для наступления полномасштабного глобального финансового кризиса.

Существует также риск запуска каскада банкротств из-за использования больших финансовых рычагов. Чрезмерная концентрация риска проблемных и наименее ликвидных активов в одних руках (хедж-фонды плотно работают с рынком деривативов, фактически беря на себя риски чужих дефолтов), что может вызвать коллапс не только самого хедж-фонда, но и связанных с ним финансовых институтов (как правило, это крупные системообразующие инвестиционные банки).

Здесь речь идет о законе накопления рисков системой. Высокая концентрация и перенасыщение рынка изначально призванными нивелировать финансовые риски деривативами приводит к размыванию стабильности всей системы (концентрация рисков невыполнения условий контракта). Чем дольше происходит накопление подобных рисков, тем сильнее обрушение системы.

**8.** Зафиксирован теневой характер деятельности хедж-фондов, который частично находится в центре внимания Совета по финансовой стабильности. Хедж-фонды работают преимущественно через офшоры, что также учитывается и разрабатывается Организацией экономического сотрудничества и развития при продвижении инициативы «О размывании налогооблагаемой базы и выводе прибыли из-под налогообложения» (план ОЭСР «BEPS»). Однако этими международными структурами абсолютно не принимаются в расчет наличие возможности и практика управления хедж-фондами движением рынка и процессом ценообразования, а также совершение организованных действий для оказания влияния на компании и достижения определенных целей.

При этом самостоятельное значение придается росту важности получения инсайдерской информации, что определяет увеличение показателей доходности так называемых посвященных участников рынка (хедж-фондов). Этот аспект важен для дальнейшего изучения связи хедж-фондов с крупнейшими транснациональными банками и финансовыми холдингами.

**9.** Проанализирован такой аспект деятельности хедж-фондов как их исключительная закрытость. Это касается как используемых хедж-фондами стратегий, финансовых инструментов, так и объектов вложений средств, а также контрагентов. На глобальном уровне данная практика порождает угрозу манипуляций, согласованных спекулятивных действий.

Подобное утверждение имеет право на существование исходя из значительного объема источников, проанализированных в результате подготовки диссертационного исследования. Основной особенностью информации научных монографий, а также банковских отчетов и материалов профильных международных организаций является то, что они обходят стороной наиболее

чувствительные моменты деятельности хедж-фондов, особенно в части их влияния на мирохозяйственные связи.

**10.** Проанализирован процесс расширения географии мировых финансов, основанных на англосаксонской системе финансового права. Для хедж-фондов это означает распространение на весь мир практики извлечения прибыли любыми способами (в рамках финансового законодательства).

**11.** Проанализированы некоторые аспекты положительной стороны деятельности хедж-фондов. Стратегии многих хедж-фондов нацелены на получение прибыли от «перегретых» или недооцененных ценных бумаг, что может способствовать движению котировок к более объективным показателям. Однако это достигается при условии исключения массового использования спекулятивных атак.

Для хедж-фондов не так характерен феномен стадности, как для всех остальных участников финансовой деятельности. Скорее им свойственны согласованные действия. Гибкость инвестиционных стратегий и высокий профессионализм управляющих снижают склонность к стадности.

**12.** Представлены наработки по созданию системы целенаправленного развития реального сектора экономики за счет выстраивания ресурсов национальной финансовой архитектуры (финансовая система развития) с задействованием потенциала и возможностей хедж-фондов. Это подразумевает использование механизмов налоговых преференций, офсетных сделок и информационной составляющей, что в совокупности будет способствовать укреплению экономики России.

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

*Нормативно-правовые акты*

1. Федеральный закон «Об инвестиционных фондах»: [от 29.11.2001 №156-ФЗ: ред. от 29.06.2015] [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_122628/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_122628/) (дата обращения: 25.09.2015).
2. Стратегия национальной безопасности до 2020 года [утверждена указом Президента Российской Федерации от 12.05.2009 №537] [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.scrf.gov.ru/documents/99.html> (дата обращения: 10.10.2014).
3. Положение о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов [утверждено Приказом ФСФР от 28.12.2010 № 10-79/пз-н (ред. от 31.05.2011)] [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_111960/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_111960/) (дата обращения: 25.09.2015).
4. Концепция развития Москвы как национального и международного центра финансовых услуг [утверждена постановлением Правительства Москвы № 445-ПП от 19.05.2009] [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://mosopen.ru/document/445\\_pp\\_2009-05-19](http://mosopen.ru/document/445_pp_2009-05-19) (дата обращения: 20.09.2015).
5. Итоговая декларация саммита «группы двадцати» в Вашингтоне 14 – 15 ноября 2008 года [Электронный ресурс]. Сайт Президента России. – Режим доступа: [http://news.kremlin.ru/ref\\_notes/268](http://news.kremlin.ru/ref_notes/268) (дата обращения: 15.01.2015).
6. Итоговая декларация саммита «группы двадцати» в Лондоне 2 апреля 2009 года (план действий по выходу из глобального финансового кризиса) [Электронный ресурс]. Сайт Президента России. – Режим доступа: [http://news.kremlin.ru/ref\\_notes/177](http://news.kremlin.ru/ref_notes/177) (дата обращения: 15.01.2015).
7. Итоговая декларация саммита «группы двадцати» в Питтсбурге 26 сентября 2009 года [Электронный ресурс]. Сайт Президента России. – Режим доступа: [http://news.kremlin.ru/ref\\_notes/300](http://news.kremlin.ru/ref_notes/300) (дата обращения: 15.01.2015).

8. Итоговая декларация саммита «группы двадцати» в Торонто 26 – 27 июня 2010 года [Электронный ресурс]. Сайт Президента России. – Режим доступа: [http://news.kremlin.ru/ref\\_notes/643](http://news.kremlin.ru/ref_notes/643) (дата обращения: 15.01.2015).
9. Итоговая декларация саммита «группы двадцати» в Сеуле 11 – 12 ноября 2010 года [Электронный ресурс]. Сайт Президента России. – Режим доступа: [http://news.kremlin.ru/ref\\_notes/768](http://news.kremlin.ru/ref_notes/768) (дата обращения: 15.01.2015).
10. Итоговая декларация саммита «группы двадцати» в Каннах 3 – 4 ноября 2011 года [Электронный ресурс]. Сайт Президента России. – Режим доступа: [http://news.kremlin.ru/ref\\_notes/1072](http://news.kremlin.ru/ref_notes/1072) (дата обращения: 15.01.2015).
11. Итоговая декларация саммита «группы двадцати» в Лос-Кабосе 18 – 19 июня 2012 года [Электронный ресурс]. Сайт Президента России. – Режим доступа: <http://civilg8.ru/7480.php> (дата обращения: 15.01.2015).
12. Итоговая декларация саммита «группы двадцати» в Санкт-Петербурге 5 – 6 сентября 2013 года [Электронный ресурс]. Сайт Президента России. – Режим доступа: <http://ru.g20russia.ru/news/20130906/782776168.html> (дата обращения: 15.01.2015).
13. Коммюнике лидеров «Группы 20» по итогам саммита в Брисбене 15 – 16 ноября 2014 года [Электронный ресурс]. Сайт Президента России. – Режим доступа: <http://static.kremlin.ru/media/events/files/41d51ac333c6c9b83233.pdf> (дата обращения: 15.01.2015).

#### *Диссертации*

14. Акимов, С.А. Развитие института хедж-фонда в организованном финансовом рынке России : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 / Акимов Сергей Андреевич. – М., 2012. – 167 с.
15. Андропова, Н.Э. Воздействие финансовой глобализации на трансформацию мировой финансовой архитектуры и проблемы участия России в этих процессах : дис. ... докт. экон. наук : 08.00.14 / Андропова Нелли Эдуардовна. – М., 2015. – 562 с.
16. Гордеев, Д.И. Хедж-фонды как макроэкономический регулятор международных финансовых рынков : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05 / Гордеев Дмитрий Иванович. – М., 2004. – 180 с.

17. Забула, Н.А. Формирование эффективной модели хеджевых фондов на финансовом рынке России : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 / Забула Наталья Анатольевна. – М., 2010. – 189 с.
18. Иевлев, А.В. Хедж-фонды в российской финансовой системе и снижение их инвестиционных рисков : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 / Иевлев Алексей Владимирович. – СПб., 2011. – 186 с.
19. Кантолинский, М.И. Ценовые аномалии на российском фондовом рынке: факторный анализ и прогнозирование : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 / Кантолинский Михаил Иосифович. – М., 2010. – 195 с.
20. Матвеев, В.П. Развитие деятельности хеджевых фондов в процессе финансовой глобализации : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 / Матвеев Владимир Петрович. – М., 2008. – 153 с.
21. Предченко, В.Н. Инвестиционная деятельность хедж-фондов и ее регулирование : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 / Предченко Валентин Николаевич. – СПб., 2008. – 186 с.
22. Смитиенко, С.Б. Офшорный бизнес в системе экономической безопасности Российской Федерации : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.14 / Смитиенко Степан Борисович. – М., 2009. – 194 с.
23. Терещенко, Н.Н. Секьюритизация и ее роль в финансировании инвестиционных проектов : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 / Терещенко Николай Николаевич. – М., 2011. – 183 с.
24. Хлебникова, Д.В. Перспективы реформирования международного валютного фонда в современных условиях : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.14 / Хлебникова Дарья Викторовна. – М., 2015. – 180 с.
25. Шкут, Р.А. Учетно-аналитическое обеспечение деятельности финансового центра : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.12 / Шкут Роман Александрович. – М., 2013. – 161 с.

*Книги, монографии, доклады*

26. Аганбегян, А.Г. Кризис: беда и шанс для России / А.Г. Аганбегян. – М.: АСТ: Астрель, 2009. – 285 с.
27. Арриги, Дж. Адам Смит в Пекине: Что получил в наследство XXI век / Дж. Арриги. – М.: Институт общественного проектирования, 2009 г. – 456 с.

28. Акерлоф, Дж. Spiritus Animalis, или Как человеческая психология управляет экономикой и почему это важно для мирового капитализма / Дж. Акерлоф, Р. Шиллер. – М.: ООО «Юнайтед Пресс», 2010. – 273 с.
29. Аттали, Ж. Мировой экономический кризис... А что дальше? / Ж. Аттали. – СПб.: Питер, 2009. – 176 с.
30. Аттали, Ж. Краткая история будущего / Ж. Аттали. – СПб.: Питер, 2014. – 288 с.
31. Бжезинский, З. Великая шахматная доска. Господство Америки и его геостратегические императивы / З. Бжезинский. – М.: Международные отношения, 2009. – 280 с.
32. Беккин, Р.И. Исламская экономическая модель и современность / Р.И. Беккин. – М.: ИД Марджани, 2009. – 344 с.
33. Бергер, Я.М. Экономическая стратегия Китая / Я.М. Бергер. – М.: ИД «ФОРУМ», 2009. – 560 с.
34. Бернейс, Э. Пропаганда / Э. Бернейс. – М.: Hippo Publishing LTD, 2010. – 176 с.
35. Бернхем, Т. Подлые рынки и мозг ящера: как заработать деньги, используя знания о причинах маний, паники и крахов на финансовых рынках / Т. Бернхем. – М.: Эксмо, 2008. – 400 с.
36. Биггс, Б. Вышел хеджер из тумана... / Б. Биггс. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2010. – 416 с.
37. Богл, Д. Не верьте цифрам! Размышления о заблуждениях инвесторов, капитализме, «взаимных» фондах, индексном инвестировании, предпринимательстве, идеализме и героях / Д. Богл. – М.: АЛЬПИНА ПАБЛИШЕР, 2013. – 545 с.
38. Булатов, А.С. Мировая экономика и международные экономические отношения / А.С. Булатов. – М.: Магистр, 2008. – 654 с.
39. Бухарин, С.Н. Методы и технологии информационных войн / С.Н. Бухарин, В.В. Цыганов. – М.: Академический проект, 2007. – 382 с.
40. Валлерстайн, И. Анализ мировых систем и ситуация в современном мире / И. Валлерстайн. – СПб.: Университетская книга, 2001. – 416 с.
41. Валлерстайн, И. Исторический капитализм. Капиталистическая цивилизация / И. Валлерстайн. – М.: Товарищество научных изданий КМК, 2008. – 176 с.

42. Валлерстайн, И. После либерализма / И. Валлерстайн. М.: Едиториал УРСС, 2003. – 256 с.
43. Вандам, Е.А. Геополитика и геостратегия / Е.А. Вандам. – М.: Кучково поле, 2002. – 272 с.
44. Гаджиев, К.С. Геополитические горизонты России: контуры нового миропорядка / К.С. Гаджиев. – М.: Экономика, 2011. – 479 с.
45. Геращенко, В.В. Россия и деньги. Что нас ждет? / В.В. Геращенко. – М.: Астрель: Русь-Олимп, 2009. – 221 с.
46. Глазьев, С.Ю. Стратегия опережающего развития России в условиях глобального кризиса / С.Ю. Глазьев. – М.: Экономика, 2010 г. – 256 с.
47. Глазьев, С. Ю. Кризис глобальной финансовой системы: что делать России? / С. Ю. Глазьев, Р. С. Гринберг; под общ. ред. А. В. Бузгалина. – М.: Яуза: Эксмо, 2009. – 256 с.
48. Гринспен, А. Эпоха потрясений / А. Гринспен. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. – 460 с.
49. Гринин, Л.Е. Циклы, кризисы, ловушки современной Мир-Системы / Л.Е. Гринин, А. В. Коротаев. – М.: Либроком, 2012. – 478 с.
50. Дас, С. Трейдеры, Пушки и Деньги: известные и неизвестные в сверкающем мире деривативов / С. Дас. – М.: Волтерс Клувер, 2008. – 440 с.
51. Делягин, М.Г. Драйв человечества. Глобализация и мировой кризис / М.Г. Делягин. – М.: Вече, 2008. – 528 с.
52. Делягин, М.Г. Кризис человечества: выживет ли Россия в нерусской смуте? / М.Г. Делягин. – М.: АСТ: Астрель, 2010. – 413 с.
53. Делягин, М.Г. Мир наизнанку. Чем закончится экономический кризис для России? / М.Г. Делягин, В.В. Шеянов. – М.: ИД «Коммерсант»: Эксмо, 2009. – 352 с.
54. Дрейфус, Б. Родео на Wall Street: Как трейдеры-ковбои устроили крупнейший в истории крах хедж-фондов / Б. Дрейфус. – М.: Альпина Паблишер, 2015. – 276 с.
55. Дугин, А.Г. Геополитика: Учебное пособие для вузов / А.Г. Дугин. – М.: Академический Проект; Гаудеамус, 2011. – 583 с.
56. Дугин, А.Г. Геополитика России: Учебное пособие для вузов / А.Г. Дугин. – М.: Академический Проект; Гаудеамус, 2012. – 424 с.

57. Дугин, А.Г. Конец экономики / А.Г. Дугин. – СПб.: Амфора, 2010. – 479 с.
58. Дугин, А.Г. Теория многополярного мира / А.Г. Дугин. – М.: Евразийское движение, 2012. – 532 с.
59. Дункан, Р. Кризис доллара. Причины, последствия и пути выхода / Р. Дункан. – М.: Издательский дом «ЕВРО», 2008. – 295 с.
60. Дынкин, А.А. Мировая экономика: прогноз до 2020 года / А.А. Дынкин, И.С. Королев; под. общ. ред. А.А. Дынкина. – М.: Магистр, 2008. – 429 с.
61. Жак, Л. Опасные игры с деривативами: Полувековая история провалов от Citibank до Barings, Societe Generale и AIG / Л. Жак. – М.: Альпина Паблицер, 2012. – 339 с.
62. Жаров М.В. Хроники информационной войны / М.В. Жаров, Т.Н. Шевяков. – М.: Европа, 2009. – 48 с.
63. Закария, Ф. Постамериканский мир будущего / Ф. Закария. – М.: Европа, 2009. – 280 с.
64. Захаров, П.В. Экономическая политика США (2009 – 2013 годы): кризис, реформы и экономический рост / П.В. Захаров. – М.: РИСИ, 2014. – 376 с.
65. Звонова, Е.А. Международные валютно-кредитные отношения: учебник и практикум для бакалавров / Е.А. Звонова, М.Б. Медведева; под общ. ред. Е.А. Звоновой. – М.: Издательство Юрайт, 2014. – 687 с.
66. Здоровенин, В.В. Хедж-фонды: инвестиционная деятельность и оценка ее эффективности / В.В. Здоровенин. – М.: Изд. Дом ГУ ВШЭ, 2008. – 139 с.
67. Зуев, В.Н. Глобальное экономическое регулирование / В.Н. Зуев. – М.: Магистр, 2011. – 576 с.
68. Зуев, В.Н. Территория кризиса. Принципы экономического ориентирования / В.Н. Зуев. – М.: Магистр, 2009. – 96 с.
69. Карякин, В.В. Геополитика третьей волны: трансформация мира в эпоху Постмодерна / В.В. Карякин. – М.: 2013. – 432 с.
70. Катасонов, В.Ю. О проценте: ссудном, подсудном, безрассудном. Хрестоматия современных проблем «денежной цивилизации». Кн. 1. / В.Ю. Катасонов. – М.: НИИ школьных технологий, 2012. - 304 с.
71. Катасонов, В.Ю. О проценте: ссудном, подсудном, безрассудном. Хрестоматия современных проблем «денежной цивилизации». Кн. 2. / В.Ю. Катасонов. – М.: НИИ школьных технологий, 2011. - 240 с.

- 72.Катасонов, В.Ю. О проценте. Ссудном, подсудном, безрассудном. «Денежная цивилизация» и современный кризис / В.Ю. Катасонов. – М.: Кислород, 2014. – 704 с.
- 73.Катасонов, В.Ю. Капитализм. История и идеология «денежной цивилизации» / В. Ю. Катасонов. – М.: Институт Русской Цивилизации, 2014. – 1120 с.
- 74.Катасонов, В.Ю. Америка против России. Холодная война 2.0 / В.Ю. Катасонов. – М.: Книжный мир, 2015. – 448 с.
- 75.Катасонов, В.Ю. Диктатура банкократии. Оргпреступность финансово-банковского мира. Как противостоять финансовой кабале / В.Ю. Катасонов. – М.: Книжный мир, 2014. – 352 с.
- 76.Катасонов, В.Ю. За кулисами международных финансов / В. Ю. Катасонов. – М.: Кислород, 2014. – 320 с.
- 77.Катасонов, В.Ю. Экономическая война против России и сталинская индустриализация / В.Ю. Катасонов. – М.: Алгоритм, 2014. – 272 с.
- 78.Катасонов, В.Ю. Бреттон-Вудс. Ключевое событие новейшей финансовой истории / В.Ю. Катасонов. – М.: Кислород, 2014. – 352 с.
- 79.Катасонов, В.Ю. Хозяева денег. 100-летняя история ФРС / В.Ю. Катасонов. – М.: Алгоритм, 2014. – 288 с.
- 80.Катасонов, В.Ю. Битва за рубль. Национальная валюта и суверенитет России / В.Ю. Катасонов. – М.: Книжный мир, 2015. – 288 с.
- 81.Катасонов, В.Ю. Украинский беспредел и передел: экономический и финансовый кризис на Украине как глобальная угроза / В.Ю. Катасонов. – М.: Родная страна, 2015. – 240 с.
- 82.Киндлбергер, Ч. Мировые финансовые кризисы. Мании, паники и крахи / Ч. Киндлбергер, Р. Алибер. – СПб.: Питер, 2010. – 544 с.
- 83.Коровин, В.М. Главная военная тайна США. Сетевые войны / В.М. Коровин. – М.: Яуза: Эксмо, 2009. – 288 с.
- 84.Коротаев, А.В. Законы истории. Математическое моделирование развития Мир-Системы. Демография, экономика, культура / А.В. Коротаев – М.: КомКнига/URSS, 2007. – 568 с.
- 85.Котиков, В. Хедж-фонды: Игра на рынке по новым правилам / В. Котиков. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – 184 с.

86. Кочетов, Э.Г. Геоэкономика (Освоение мирового экономического пространства) / Э.Г. Кочетов. – М.: Издательство БЕК, 1999. – 480 с.
87. Красавина, Л.Н. Международные валютно-кредитные отношения: учебник / Л.Н. Красавина. – М.: Юрайт, 2015. – 544 с.
88. Кругман, П. Возвращение Великой депрессии? Мировой кризис глазами нобелевского лауреата / П. Кругман. – М.: Эксмо, 2009. – 336 с.
89. Кругман, П. Великая ложь: Сбиваясь с пути на рубеже нового века / П. Кругман. – М.: ООО «Издательство АСТ», 2004. – 474 с.
90. Купер, Д. Природа финансовых кризисов. Центральные банки, кредитные пузыри и заблуждения эффективного рынка / Д. Купер. – М.: Бест Бизнес Букс, 2010. – 210 с.
91. Лист, Ф. Национальная система политической экономики / Ф. Лист. – М.: Европа, 2005. – 452 с.
92. Лукас, Р.Э. Лекции по экономическому росту / Р.Э. Лукас. – М.: Издательство Института Гайдара, 2013. – 288 с.
93. Льюис, М. Большая игра на понижение: Тайные пружины финансовой катастрофы / М. Льюис – М.: Альпина Паблишер, 2011. – 280 с.
94. Матвейчев, О.А. Уши машут ослом. Сумма политтехнологий / О.А. Матвейчев. – М.: Эксмо, 2010. – 640 с.
95. Миркин, Я.М. Англо-русский толковый словарь по финансовым рынкам. Свыше 13000 терминов / Я.М. Миркин, В.Я. Миркин. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. – 778 с.
96. Миркин, Я.М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски / Я.М. Миркин. – М.: GELEOS Publishing House, 2011. – 480 с.
97. Миркин, Я.М. Финансовый конструктивизм / Я.М. Миркин. – М.: Лингва-Ф, 2014. – 360 с.
98. Мишкин, Ф. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков / Ф. Мишкин. – М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2008. – 880 с.
99. Наварро, П. Грядущие войны Китая. Поле битвы и цена победы / П. Наварро. – М.: Вершина, 2007. – 272 с.
100. Нарочницкая, Н.А. Оранжевые сети: от Белграда до Бишкека / Н.А. Нарочницкая. – СПб.: Алетейя, 2008. – 208с.

101. Овчинников, В.В. Технологии глобальной конкуренции / В.В. Овчинников. – М.: ИНЭС – МАИБ, 2012. – 272 с.
102. Пантин, В.И. Философия исторического прогнозирования: ритмы истории и перспективы мирового развития / В.И. Пантин, В.В. Лапкин. – М.: Феникс, 2006. – 448 с.
103. Пантин, В.И. Волны и циклы социального развития / В.И. Пантин. – М.: Наука, 2004. – 246 с.
104. Панцер, М. Финансовый армагеддон – защитить свой будущее от экономического коллапса / М. Панцер. – СПб.: BestBusinessBooks, 2010. – 254 с.
105. Примаков, Е.М. Конфиденциально: Ближний Восток на сцене и за кулисами (вторая половина XX – начало XXI века) / Е.М. Примаков. – М.: Российская газета, 2012. – 414 с.
106. Примаков, Е.М. Мир без России? К чему ведет политическая близорукость / Е.М. Примаков. – М.: ИИК «Российская газета», 2009. – 239 с.
107. Родионов, И.И. Проектное финансирование / И.И. Родионов, Р.Н. Божья-Воля. – СПб.: Алетейя, 2015. – 345 с.
108. Розинский, И.А. Иностранные банки и национальная экономика / И.А. Розинский. – М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2009. – 384 с.
109. Рот, А. Основы государственного регулирования финансового рынка / А. Рот, А.В. Захаров, Я.М. Миркин. – М.: ЗАО «Юридический Дом «Юстицинформ», 2002. – 512 с.
110. Ротбард, М. Показания против Федерального резерва / М. Ротбард. – Челябинск: Социум, 2003. – 183 с.
111. Ротбард, М. Государство и деньги: Как государство завладело денежной системой общества / М. Ротбард. – Челябинск: Социум, 2008. – 207 с.
112. Савин, Л.В. Сетевая война. Введение в концепцию / Л.В. Савин. – М.: Евразийское движение, 2011. – 130 с.
113. Слипенчук, М.В. Формирование финансово-промышленных кластеров: региональный фактор глобализации / М.В. Слипенчук. – М.: ЗАО «Издательство Экономика», 2009. – 263 с.
114. Сорос, Д. Алхимия финансов / Д. Сорос. – М.: ООО «ИД Вильямс», 2010. – 352 с.

115. Сорос, Д. Кризис мирового капитализма / Д. Сорос. – М.: ИНФРА-М, 1999. – 262 с.
116. Сорос, Д. Мировой экономический кризис и его значение. Новая парадигма финансовых рынков / Д. Сорос. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2010. – 272 с.
117. Сорос, Д. Мыльный пузырь американского превосходства. На что следует направить американскую мощь / Д. Сорос. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 192 с.
118. Сорос, Д. Новая парадигма финансовых рынков / Д. Сорос. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2008. – 192 с.
119. Стиглиц, Д. Крутое пике: Америка и новый экономический порядок после глобального кризиса / Д. Стиглиц. – М.: Эксмо, 2011. – 512 с.
120. Тимофеева, О.Ф. Кризис в Европейском союзе. Последствия, анализ, перспективы / О.Ф. Тимофеева. – М.: Книжный мир, 2011. – 176 с.
121. Толли, Т. Игра на понижение, или Техника «коротких» продаж: Правила игры финансовых топ-менеджеров Уолл-стрит на фондовом рынке / Т. Толли. – М.: ФАИР-ПРЕСС, 2004. – 368 с.
122. Улюкаев, А.В. Болезненная трансформация мировой экономики / А.В. Улюкаев. – М.: Издательство Института Гайдара, 2014. – 302 с.
123. Фукуяма, Ф. Доверие: социальные добродетели и путь к процветанию / Ф. Фукуяма. – М.: АСТ : АСТ-Москва, 2008. – 730 с.
124. Фукуяма, Ф. Конец истории и последний человек / Ф. Фукуяма. – М.: АСТ : АСТ-Москва: Полиграфиздат, 2010. – 588 с.
125. Халл, Дж. К. Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты / Дж. К. Халл. – М.: Вильямс, 2007. – 1056 с.
126. Хантингтон, С. Столкновение цивилизаций / С. Хантингтон. – М.: АСТ, 2007. – 576 с.
127. Хасбулатов, Р.И. Мировая экономика: учебник для бакалавров / Р.И. Хасбулатов. – М.: Издательство Юрайт, 2015. – 884 с.
128. Хасбулатов, Р.И. Международные финансы: учебник для магистров / Р.И. Хасбулатов. – М.: Издательство Юрайт, 2014. – 567 с.
129. Хейфец, Б.А. Офшорные юрисдикции в глобальной и национальной экономике / Б.А. Хейфец. – М.: Экономика, 2008. – 336 с.

130. Цзен, М. Дракон у дверей. Как российским компаниям выдержать китайскую конкуренцию / М. Цзен, П. Дж. Вильямсон. – М.: Вершина, 2009. – 232 с.
131. Цыганов, В.В. Адаптивные механизмы и высокие гуманитарные технологии. Теория гуманитарных систем / В.В. Цыганов. – М.: Академический Проект; Альма Матер, 2012. – 346 с.
132. Цыганов, В.В. Преемник: механизмы эволюции России / В.В. Цыганов, В.А. Бородин, Г.Б. Шишкин. – М.: Академический Проект, 2007. – 396 с.
133. Цыганов, В.В. Информационные войны в бизнесе и политике. Теория и методология / В.В. Цыганов, С.Н. Бухарин. – М.: Академический проект, 2007. – 336 с.
134. Цыганов, В.В. Информационный менеджмент. Механизмы управления и борьбы в бизнесе и политике / В.В. Цыганов, С.Н. Бухарин. – М.: Академический проект, 2009. – 512 с.
135. Чиркова, Е.В. Анатомия финансового пузыря / Е.В. Чиркова. – М.: ООО «Кейс», 2010. – 416 с.
136. Чиркова, Е.В. Финансовая пропаганда или Голый инвестор / Е.В. Чиркова. – М.: ООО «Кейс», 2010. – 189 с.
137. Шпенглер, О. Закат Западного мира: Очерки морфологии мировой истории. В 2т. Т.2. Всемирно-исторические перспективы / О. Шпенглер. – М.: Академический проект, 2009. – 764 с.
138. Щегорцов, В.А. Поле чудес или мировой финансовый тотализатор / В.А. Щегорцов, В.А. Таран. – М.: ОАО Типография Новости, 2011. – 1272 с.
139. Щегорцов, В.А. Недремлющее око или мировой финансовый контроль / В. А. Щегорцов, В.А. Таран. – М.: ОАО Типография Новости, 2011. – 728 с.
140. Шушкевич, Ю.А. Футурология кризиса / Ю.А. Шушкевич. – М.: Издательство «Социально-политическая МЫСЛЬ», 2011. – 248 с.
141. Энгдаль, У. Боги денег: Уолл-Стрит и смерть Американского века / У. Энгдаль. – СПб, 2011. – 452 с.
142. Энгдаль, У. Семена разрушения: тайная подоплека генетических манипуляций / У. Энгдаль. – СПб.: Нестор-История, 2009. – 320 с.
143. Энгдаль, У. Столетие войны: англо-американская нефтяная политика и Новый мировой порядок / У. Энгдаль. – СПб.: Нестор-История, 2008. – 408 с.

144. Янковский, Н.А. Инновационные и классические теории катастроф и экономических кризисов: монография / Н.А. Янковский, Ю.В. Макогон, А.М. Рябчин. – Донецк: ДонНУ, 2009. – 331 с.
145. Большой экономический словарь / под общ. ред. А.Н. Азрилияна. – М.: Институт новой экономики, 2010. – 1472 с.
146. Мир после кризиса. Глобальные тенденции – 2025: меняющийся мир. Доклад Национального разведывательного совета США. – М.: Издательство «Европа», 2009. – 188 с.
147. Сборник статей молодых ученых Института экономики РАН / под общ. ред. И.А. Болдырева, М.Ю. Головина, П.Н. Клюкина. – М.: ЗАО «Издательство Экономика», 2010. – 287 с.

#### *Статьи и публикации*

148. Агеев, А.И. Изменение стратегии оперирования долларом: запуск США нового кредитно-инвестиционного цикла во взаимосвязи с валютными войнами / А.И. Агеев, Е.Л. Логинов // Экономические стратегии. – 2015. – №3. – С. 20-35
149. Адлер, Ю.П. Кризис сквозь призму глубинных знаний / Ю.П. Адлер, В.Л. Шпер // Менеджмент качества. – 2010. – №1. – С. 14-26
150. Бернхем, Т. Детали взлета и падения LTCM [Электронный ресурс] / Т.Бернхем // Корпоративный менеджмент. – Режим доступа: <http://www.cfin.ru/anticrisis/companies/cases/lbcm.shtml> (дата обращения 10.05.2015)
151. Бузгалин, А.В. Анатомия кризиса: пределы рынка и капитала / А.В. Бузгалин, А.И. Колганов // Главная книга о кризисе. – М.: Яуза: Эксмо, 2009. – С. 9-46
152. Виханский, О. Homo economicus должен умереть / О. Виханский // Эксперт. – 2009. – №17-18 (656). – Режим доступа: [http://www.expert.ru/printissues/expert/2009/18/homo\\_economicus\\_dolzhen\\_umeret/](http://www.expert.ru/printissues/expert/2009/18/homo_economicus_dolzhen_umeret/) (дата обращения 12.09.2014)

153. Волков, А.М. Усиление макропруденциального надзора в ЕС, Мировая экономика и международные экономические отношения / А.М. Волков // МЭ и МЭО. – 2011. – №7(80). – С.217
154. Восканян, М. Пиастры! Пиастры! Пиастры! / М. Восканян // Однако. – 2010. – №17 (33). – Режим доступа: <http://www.odnako.org/magazine/material/piastri-piastri-piastri/> (дата обращения 10.07.2012)
155. Головин, М. Финансовая глобализация и ограничения национальной денежно-кредитной политики / М. Головин // Вопросы экономики. – 2007. – №7. – С. 20-34
156. Глазкова, Т. Хедж-фонды начали активно вкладываться в нефть на фоне нестабильности на Ближнем Востоке [Электронный ресурс] / Т. Глазкова // РБК Daily. – 2011. – Режим доступа: <http://www.rbcdaily.ru/2011/03/04/world/562949979800915> (дата обращения 10.10.2015)
157. Глобальная инфраструктурная инициатива «Группы двадцати» [Электронный ресурс] / Официальный сайт Кремля. – Режим доступа: <http://news.kremlin.ru/media/events/files/41d51a16bbe5d7ba243e.pdf> (дата обращения 15.05.2015)
158. Гурова, Т. Реально тчк Лондон тчк / Т. Гурова // Эксперт. – 2007. – №23(564). – Режим доступа: [http://www.expert.ru/printissues/expert/2007/23/politika\\_neoliberalizma/](http://www.expert.ru/printissues/expert/2007/23/politika_neoliberalizma/) (дата обращения 15.05.2014)
159. Гурова, Т. Удар силой в полтора триллиона долларов / Т. Гурова // Эксперт. – 2008. – №43(632). – Режим доступа: [http://www.expert.ru/printissues/expert/2008/43/udar\\_v\\_poltora\\_trilliona/](http://www.expert.ru/printissues/expert/2008/43/udar_v_poltora_trilliona/) (дата обращения 15.05.2014)
160. Джагитян, Э.П. Влияние Директивы Волкера на процессы слияний и поглощений финансово-банковских институтов США / Э.П. Джагитян // Деньги и кредит. – 2012. – №11. – С. 46-52
161. Дудукин, А. Реальность мира хеджевых фондов [Электронный ресурс] / А. Дудукин // Courant Asset Management. – 2010. – Режим доступа:

- <http://hedgeblog.ru/realnost-mira-xedzhevyyh-fondov> (дата обращения 07.04.2014)
162. Ершов, М. Кризис 2008 года: «Момент истины» для глобальной экономики и новые возможности для России / М. Ершов // Вопросы экономики. – 2008. – №12. – С.4 – Режим доступа: <http://www.vopreco.ru/rus/redaction.files/12-08.pdf> (дата обращения 07.03.2012)
163. За последние 17 лет доходность хедж-фондов существенно превысила доходность акций, облигаций и сырьевых товаров [Электронный ресурс] // КПМГ. – 2011. – Режим доступа: <http://www.kpmg.com/ru/ru/issuesandinsights/articlespublications/press-releases/pages/value-of-hedge-fund-industry.aspx> (дата обращения 07.03.2013)
164. Кузнецов, А. В. Финансовая глобализация: политэкономический дискурс / А. В. Кузнецов // Вопросы политической экономии. – 2015. – №2. – С.58-62
165. Лукьянович, Н. В. Национальные интересы России в условиях глобальной политической и экономической нестабильности / Н.В. Лукьянович, И.В. Прокофьев // Проблемы национальной стратегии, РИСИ. – 2015. – № 5(32). – С.45-68
166. Лысенко, Е. Апология отрицательной доходности / Е. Лысенко // SPEAR'S Russia. – 2012. – Режим доступа: <http://pbwm.ru/articles/apologiya-otritsatelnoy-dohodnosti> (дата обращения 15.11.2012)
167. Масленников, А. Регулирование рынка энергетических деривативов / А. Масленников // Мировая экономика и международные отношения. – 2012. – №2. – С. 50-56
168. Обвал цен на нефть внес вклад в обрушение мировой торговли [Электронный ресурс] // Живой журнал Spydell. – 2015. – Режим доступа: <http://spydell.livejournal.com/590384.html> (дата обращения 17.10.2015)
169. Огородников, Е. Кризис на исходе? / Е. Огородников // Эксперт. – 2015. – №40(959). – Режим доступа: <http://expert.ru/expert/2015/40/krizis-na-ishode/> (дата обращения 18.10.2015)
170. Платонова, И.Н. Финансовые санкции ЕС против России: сфера применения / И.Н. Платонова, И.П. Гурова // Российский внешнеэкономический вестник. – 2015. – № 5. – С. 49-62

171. По следам решения ЕЦБ [Электронный ресурс] // Живой журнал Spydell. – 2015. – Режим доступа: <http://spydell.livejournal.com/569451.html> (дата обращения 17.10.2015)
172. Пузырь [Электронный ресурс] // Живой журнал Spydell. – 2014. – Режим доступа: <http://spydell.livejournal.com/546398.html> (дата обращения 17.10.2015)
173. Путин, В.В. Нам нужна новая экономика [Электронный ресурс] / В.В. Путин // Ведомости. – 2012. – Режим доступа: [http://www.vedomosti.ru/politics/news/1488145/o\\_nashih\\_ekonomicheskikh\\_zadachah](http://www.vedomosti.ru/politics/news/1488145/o_nashih_ekonomicheskikh_zadachah) (дата обращения 01.02.2013)
174. Путин, В.В. Новый интеграционный проект для Евразии – будущее, которое рождается сегодня [Электронный ресурс] / В.В. Путин // Известия. – 2011. – Режим доступа: <http://izvestia.ru/news/502761> (дата обращения 01.10.2012)
175. Румянцев, М.А. Политэкономия позднего капитализма: пределы развития и девиантные тенденции / М.А. Румянцев // Вопросы политической экономии. – 2015. – №2. – С. 14-24
176. Сильвестров, С.Н. Совет по финансовой стабильности как четвертая опора глобальной финансовой системы / С.Н. Сильвестров // Вестник финансового университета. – 2014. – №6. – С. 84-91
177. Смирнов, А.Л. Венчурная индустрия и инновационное технологическое развитие мировой экономики / А.Л. Смирнов // Валютное регулирование. Валютный контроль. – 2013. – №08. – С. 67-71
178. Смирнов, А.Л. Венчурная индустрия и инновационное технологическое развитие мировой экономики / А.Л. Смирнов // Валютное регулирование. Валютный контроль. – 2013. – №09. – С. 75-82
179. Смирнов, А.Л. Проектное финансирование в России: новые стимулы развития / А.Л. Смирнов, И.И. Родионов // Банковское дело. – 2015. – №2. – С. 64-68
180. Смирнов, Ф.А. По-поводу фундаментальных причин глобального кризиса / Ф.А.Смирнов // Человек и труд. – 2011. – №6. – С. 60 – 64.

181. Смирнов, Ф.А. Актуальность стратегии хедж-фондов «торговля волатильностью» в эпоху нового финансового мышления / Ф.А.Смирнов // Биржа интеллектуальной собственности. – 2011. – №11. – С. 25 – 30.
182. Смирнов, Ф.А. Эволюция мировой индустрии хедж-фондов – количественный анализ / Ф.А.Смирнов // Аудит и финансовый анализ. – 2011. – № 6. – С. 430 – 432.
183. Смирнов, Ф.А. Развитие финансовой системы: совершенствование сферы услуг фондового рынка России (на примере формирования услуг хедж-фондов) / Ф.А.Смирнов // Вестник экономической интеграции. – 2012. – № 6. – С. 69 – 74.
184. Смирнов, Ф.А. К вопросу о принципах санкционной войны Запада против России / С.Н.Сильвестров, Ф.А.Смирнов // Экономические стратегии. – 2015. – №3 (129). – С. 36 – 45.
185. Смирнов, Ф.А. Сокращение разрыва между мировыми финансами и реальным сектором экономики: хедж-фонды и механизмы развития / Ф.А.Смирнов // Аудитор. – 2015. – №6. – С. 55 – 60.
186. Смирнов, Ф.А. Механизмы развития экономики России с использованием возможностей хедж-фондов / Ф.А.Смирнов // Аудитор. – 2015. – №7. – С. 55 – 59.
187. Смирнов, Ф.А. Сетевые войны в мировой экономике и международных финансах / Ф.А.Смирнов // Экономические стратегии. – 2015. – №4 (130). – С. 110 – 119.
188. Смирнов, Ф.А. Хедж-фонды, которые меняют международные финансы (пример Аргентины) / Ф.А.Смирнов // Вестник Поволжского государственного технологического университета. Серия «Экономика и управление». – 2015. – №3 (27). – С. 83 – 90.
189. Смирнов, Ф.А. Анализ развития сферы услуг хедж-фондов с проекцией на расширение их деятельности в России (на примере стратегии хедж-фондов, предполагающей проникновение в компании) / Ф.А.Смирнов // Новый университет, Серия «Экономика и право». – 2012. – №4(14). – С. 4 – 16.
190. Смирнов, Ф.А. Деконструкция мировой финансово-экономической архитектуры. Часть 2.1 Основные участники / Ф.А.Смирнов // Новый университет, Серия «Экономика и право». – 2013. – №8(30). – С. 3 – 13.

191. Смирнов, Ф.А. Деконструкция мировой финансово-экономической архитектуры. Часть 2.4 Хедж-фонды / Ф.А.Смирнов // Новый университет, Серия «Экономика и право». – 2013. – №10(32). – С. 24 – 41.
192. Смирнов, Ф.А. Деконструкция мировой финансово-экономической архитектуры. Часть 3.2 Геополитика, геоэкономика, геофинансы / Ф.А.Смирнов // Новый университет, Серия «Экономика и право». – 2014. – №3(37). – С. 4 – 16.
193. Смирнов, Ф.А. Деконструкция мировой финансово-экономической архитектуры. Часть 4.1 Кризисогенность мирового развития – некоторые заметки на полях Глобального Кризиса [Электронный ресурс] / Ф.А.Смирнов // Новый университет. Серия «Актуальные проблемы гуманитарных и общественных наук». – 2015. – №1(46). – С. 32 – 42. – Режим доступа: URL: [http://www.universityjournal.ru/docs/GU\\_1\\_2015.pdf](http://www.universityjournal.ru/docs/GU_1_2015.pdf) (дата обращения 10.11.2015)
194. Смирнов, Ф.А. Деконструкция мировой финансово-экономической архитектуры. Часть 4.3 Причины глобального финансово-экономического кризиса (2008 – н.в.) [Электронный ресурс] / Ф.А.Смирнов // Новый университет. Серия «Актуальные проблемы гуманитарных и общественных наук». – 2015. – №1(46). – С. 53 – 61. – Режим доступа: URL: [http://www.universityjournal.ru/docs/GU\\_1\\_2015.pdf](http://www.universityjournal.ru/docs/GU_1_2015.pdf) (дата обращения 10.11.2015)
195. Смирнов, Ф.А. Фактор управляемости в мировой финансовой системе (на примере деятельности хедж-фондов) [Электронный ресурс] / Ф.А.Смирнов // Новый университет, Серия «Экономика и право». – 2015. – №4 (50). – С. 5 – 11. – Режим доступа: URL: [http://www.universityjournal.ru/docs/EP\\_4\\_2015.pdf](http://www.universityjournal.ru/docs/EP_4_2015.pdf) (дата обращения 10.11.2015)
196. Сусанян, К.Г. Роль офсетных сделок в мировой и российской внешней торговле / К. Г. Сусанян // Российский внешнеэкономический вестник. – 2013. – №2. – Режим доступа: [http://www.rfej.ru/rvv/id/9004EA1ED/\\$file/63-70.pdf](http://www.rfej.ru/rvv/id/9004EA1ED/$file/63-70.pdf) (дата обращения 09.10.2014)
197. УК «Альфа-Капитал» создала первый в России хедж-фонд [Электронный ресурс] // Альфа Капитал. – 2009. – Режим доступа:

- <http://www.alfacapital.ru/news/news/22072009.html> (дата обращения 01.06.2014)
198. Филимонов, В. Силки для «черного лебедя». Предсказание крахов – научная фантастика или научный подход? / В. Филимонов // *Cbonds Review*. – 2011. – С.36-42 – Режим доступа: [http://tower-libertas.ru/wp-content/uploads/2015/03/cbonds\\_review.pdf](http://tower-libertas.ru/wp-content/uploads/2015/03/cbonds_review.pdf) (дата обращения 01.11.2014)
199. Франция, Испания, Италия и Бельгия запретили короткие продажи [Электронный ресурс] // *Финам*. – 2011. – Режим доступа: <http://pda.finam.ru/international/newsitem5D3C3> (дата обращения: 12.06.2015)
200. Хасбулатов, Р.И. Современное состояние мировой экономики и базовые конструкции экономической политики / Р.И. Хасбулатов // *Вестник РЭУ им. Г.В.Плеханова*. – 2013. – №9 (63). – С. 5-13
201. Хасбулатов, Р.И. Анализ доклада Дж. Стиглица Комиссии финансовых экспертов ООН «О реформе международной валютно-финансовой системы: уроки глобального кризиса» / Р.И. Хасбулатов // *Международная экономика*. – 2012. – № 3. – С. 4-16
202. Холодков, В.М. Транстихоокеанское партнерство: с кем, против кого и для чего? [Электронный ресурс] / В.М. Холодков // *Российский институт стратегических исследований*. – 2015. – Режим доступа: <http://riss.ru/analytics/21485> (дата обращения: 17.10.2015)
203. Хедж-фонды США сделали ставку на новый обвал рубля [Электронный ресурс] // *finanz.ru* – 2015. – Режим доступа: <http://www.finanz.ru/novosti/valyuty/khedzh-fondy-ssha-sdelali-stavku-na-novy-obval-rublya-1000799908> (дата обращения: 18.10.2015)
204. Шишков, Ю. «Невозможное триединство» в эпоху финансовой глобализации / Ю. Шишков // *Мировая экономика и международные отношения*. – 2012. – №5. – С. 3-14
205. QE от Японии [Электронный ресурс] // *Живой журнал Spydell*. – 2015. – Режим доступа: <http://spydell.livejournal.com/577675.html> (дата обращения 17.10.2015)

*Источники на иностранном языке*

206. Action Plan on Food Price Volatility and Agriculture. Ministerial Declaration, Meeting of G20 Agriculture Ministers [Электронный ресурс] // Paris. – June 22-23, 2011. – Режим доступа: [http://agriculture.gouv.fr/IMG/pdf/2011-06-23\\_-\\_Action\\_Plan\\_-\\_VFinale.pdf](http://agriculture.gouv.fr/IMG/pdf/2011-06-23_-_Action_Plan_-_VFinale.pdf) (дата обращения: 21.10.2014)
207. Action Plan on Base Erosion and Profit Shifting, OECD [Электронный ресурс] // Сайт ОЭСР. – Режим доступа: <http://www.oecd.org/ctp/BEPSActionPlan.pdf> (дата обращения: 20.09.2015)
208. Alexander, N. The Emerging Multi-Polar World Order: Its Unprecedented Consensus on a New Model for Financing Infrastructure Investment and Development. G20 Summit: Part II [Электронный ресурс] / N. Alexander. – Heinrich Böll Foundation North America. – November, 2014. – Режим доступа: [http://us.boell.org/sites/default/files/alexander\\_multi-polar\\_world\\_order\\_1.pdf](http://us.boell.org/sites/default/files/alexander_multi-polar_world_order_1.pdf) (дата обращения: 12.03.2015)
209. Alternative Investment Fund Managers Directive. Global Hedge Fund Managers Respond to the AIFMD // Preqin. – 2014. – Режим доступа: <https://www.preqin.com/docs/reports/Preqin-Special-Report-Hedge-Fund-Managers-Respond-to-AIFMD-July-14.pdf> (дата обращения 16.06.2015)
210. Asia hedge funds add \$20 bln in 2010, manage \$152 bln // Сайт агентства «Рейтер». – Режим доступа: <http://www.reuters.com/article/2011/03/15/hedgefund-asia-idUSTOE72D05J20110315> (дата обращения 16.06.2015)
211. Baffes, J. Placing the 2006/08 Commodity Price Boom into Perspective / J. Baffes, T. Haniotis // World Bank. – 2010. – Режим доступа: [http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/TW3P/IB/2010/07/21/000158349\\_20100721110120/Rendered/PDF/WPS5371.pdf](http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/TW3P/IB/2010/07/21/000158349_20100721110120/Rendered/PDF/WPS5371.pdf) (дата обращения: 10.11.2015)
212. Bernays, E. Propaganda / E. Bernays. – NY.: H. Liveright, 1928. – 168 p.
213. Bernays, E. Crystallizing Public Opinion / E. Bernays. – NY.: Ig Publishing, 1923. – 204 p.

214. Bernays, E. Your Future In Public Relations / E. Bernays. – NY.: Richards Rosen Press, 1961. – 158 p.
215. Bernanke, B.S. The Courage to Act. A Memoir of a Crisis and Its Aftermath / B.S. Bernanke. – NY.: W.W.Norton&Company, 2015. – 610 p.
216. BIS Quarterly Reviews 1995 – 2015 [Электронный ресурс] // Bank for International Settlements. – Режим доступа: <http://www.bis.org/statistics/index.htm> (дата обращения: 20.10.2015)
217. BIS Quarterly Review [Электронный ресурс] // Bank for International Settlements. – March 2011. – P.137. – Режим доступа: [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1103.htm](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1103.htm) (дата обращения: 05.09.2014)
218. BIS Quarterly Review [Электронный ресурс] // Bank for International Settlements. – September 2010. – P.126. – Режим доступа: [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qa1009.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1009.pdf) (дата обращения: 05.09.2014)
219. Brav, A. The Returns to Hedge Funds Activism [Электронный ресурс] / A. Brav, W. Jiang, F. Partnoy, R. Thomas. – ECGI Working Paper Series in Law, Working Paper №098. – 2008. – Режим доступа: <http://w4.stern.nyu.edu/emplibrary/Brav%20Jiang%20Partnoy%20Thomas%20-%20The%20Returns%20to%20Hedge%20Fund%20Activism.pdf> (дата обращения: 01.02.2014)
220. Brav, A. Hedge Fund Activism: A Review, Foundations and Trends in Finance [Электронный ресурс] / A. Brav, W. Jiang, K. Hyunseob. – February 2010. – Режим доступа: [http://www.columbia.edu/~wj2006/activism\\_review.pdf](http://www.columbia.edu/~wj2006/activism_review.pdf) (дата обращения: 01.02.2014)
221. Burghardt, G. Managed Futures (for Institutional Investors). Analysis and Portfolio Constructions / G. Burghardt, B. Walls. – Bloomberg Press, Wiley. – 2011. – 351 p.
222. Cayman Islands: Offshore Business Sectors [Электронный ресурс] // Lowtax. – Режим доступа: <http://www.lowtax.net/lowtax/html/jcaobs.html> (дата обращения: 01.03.2014)
223. Cayman Islands Hedge Fund Guide – Hedge Funds in the Cayman Islands [Электронный ресурс] // HedgeFundBlogger.com. – Режим доступа: <http://richard-wilson.blogspot.com/2008/10/cayman-island-hedge-fund-guide-hedge.html> (дата обращения: 01.03.2014)

224. Cayman Islands Monetary Authority (CIMA) - INVESTMENTS STATISTICAL DIGEST 2008 – 2013 [Электронный ресурс] // Cayman Islands Monetary Authority. – Режим доступа: [http://www.cimoney.com.ky/Stats\\_Reg\\_Ent/stats\\_reg\\_ent.aspx?id=256&ekmense1=e2f22c9a\\_14\\_84\\_256\\_6](http://www.cimoney.com.ky/Stats_Reg_Ent/stats_reg_ent.aspx?id=256&ekmense1=e2f22c9a_14_84_256_6) (дата обращения: 02.03.2014)
225. Consolidated text of Directive 2011/61/EU on Alternative Investment Fund Managers (the AIFMD) [Электронный ресурс] // Alternative Investment Management Association. – Режим доступа: [http://www.aima.org/objects\\_store/aifmd\\_consolidated\\_text.pdf](http://www.aima.org/objects_store/aifmd_consolidated_text.pdf) (дата обращения: 02.05.2015)
226. CFTC Commissioner Bart Chilton. Please Listen Carefully, Menu Options Have Changed. – Speech on the Conference “Trade Tech” [Электронный ресурс] // New-York. – 8 March 2012. – Режим доступа: <http://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/opachilton-60> (дата обращения: 10.11.2015)
227. China gets first official hedge fund By Samuel Shen and Kazunori Takada [Электронный ресурс] // Reuters. – SHANGHAI. – Feb 14, 2011. – Режим доступа: <http://uk.reuters.com/article/2011/02/14/uk-china-hedgefund-idUKLNE71D02720110214> (дата обращения: 10.10.2014)
228. China-Focused Hedge Fund Assets Rise Despite Laggard Performance [Электронный ресурс] // WSJ. – March 24, 2011. – Режим доступа: <http://online.wsj.com/article/BT-CO-20110324-711237.html> (дата обращения: 10.10.2014)
229. Christensen, J. Transmission of Quantitative Easing: The Role of Central Bank Reserves [Электронный ресурс] / J. Christensen, S. Krogstrup. – Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper. – 2014. – Режим доступа: <http://www.frbsf.org/economic-research/files/wp2014-18.pdf> (дата обращения: 10.08.2015)
230. Combined Assets of Billion-Dollar Hedge Funds Reach \$1.3 Trillion in 2010 [Электронный ресурс] // AR Magazine Survey Finds. – March 02, 2011. – Режим доступа: <http://www.marketwire.com/press-release/Combined-Assets-Billion-Dollar-Hedge-Funds-Reach-13-Trillion-2010-AR-Magazine-Survey-1404515.htm> (дата обращения: 10.09.2015)

231. Cornelius, P. International Investments In Private Equity. Asset Allocation, Markets, and Industry Structure / P. Cornelius. – Elsevier, 2011. – 305 p.
232. Cumming, D. Private Equity. Fund Types, Risks and Returns, and Regulation / D. Cumming. – New Jersey.: John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, 2010. – 608 p.
233. Debt and (not much) deleveraging [Электронный ресурс] // McKinsey Global Institute. – February, 2015. – Режим доступа: [http://www.mckinsey.com/insights/economic\\_studies/debt\\_and\\_not\\_much\\_deleveraging](http://www.mckinsey.com/insights/economic_studies/debt_and_not_much_deleveraging) (дата обращения 10.06.2015)
234. Default: ¿se arregla en 2015? [Электронный ресурс] // IERAL, Fundacion Mediterranea. – 2015. – Режим доступа: [http://www.ieral.org/novedades\\_ver.asp?id\\_noticia=2677](http://www.ieral.org/novedades_ver.asp?id_noticia=2677) (дата обращения 15.11.2015)
235. Depository Institutions Deregulation And Monetary Control Act of 1980 [Электронный ресурс] // Federal Reserve Bank of Boston. – Режим доступа: <https://www.bostonfed.org/about/pubs/deposito.pdf> (дата обращения 17.06.2015)
236. Derivatives / EMIR [Электронный ресурс] // European Comission. – 2015. – Режим доступа: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/derivatives/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm) (дата обращения 15.11.2015)
237. Directive 2014/91/EU of the European Parliament and of the Council. Directive 2009/65/EC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) as regards depository functions, remuneration policies and sanctions [Электронный ресурс] // EUR-Lex. – July 23, 2014/ – Режим доступа: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0091> (дата обращения 17.05.2015)
238. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act – (Pub.L. 111-203, H.R. 4173) [Электронный ресурс] // U.S. Securities and Exchange Commission. – July 21, 2010. – 848 p. – Режим доступа: <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cra.pdf> (дата обращения 10.11.2015)
239. Dodd-Frank Act Stress Test 2015: Supervisory Stress Test Methodology and Results [Электронный ресурс] // Board of Governors of the Federal Reserve System. – March, 2015. – Режим доступа:

- <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/bcreg20150305a1.pdf>  
(дата обращения 11.11.2015)
240. Douglas, P. The Evolving Hedge Fund Industry [Электронный ресурс] / P. Douglas. – CAIA Association. – 2014. – Режим доступа: <https://www.caia.org/sites/default/files/presentations/CAIA%20Hedge%20fund%20landscape%20changing%20June%202014%20-%20Peter's%20Presentation.pdf>  
(дата обращения 14.02.2015)
241. Duncan, R. The Dollar Crisis. Causes, consequences, cures, second edition / R. Duncan. – John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd (first publishing in 2003), 2005. – 324 p.
242. Duncan, R. The Corruption of Capitalism – a strategy to rebalance the global economy and restore sustainable growth / R. Duncan. – Hong Kong.: CLSA BOOKS, 2009. – 215 p.
243. Dunn J. Growth assets: hedge funds not only survived the GFC, but prospered [Электронный ресурс] / J. Dunn // The Australian – March 16, 2011. – Режим доступа: <http://www.theaustralian.com.au/business/wealth/growth-assets-hedge-funds-not-only-survived-the-gfc-but-prospered/story-e6frgac6-1226019862573>  
(дата обращения 17.10.2014)
244. Easterbrook, F. Voting in Corporate Law / F. Easterbrook, D. Fischel. – Law & Econ, 1983. – 410 p.
245. Enke, D. Total Hedge Fund Assets Approach \$3 trillion [Электронный ресурс] / D. Enke // Seeking Alpha. - August 19, 2008. – Режим доступа: <http://seekingalpha.com/article/91642-total-hedge-fund-assets-approach-3-trillion>  
(дата обращения 10.02.2014)
246. Engen, E.M. The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Unconventional Monetary Policies [Электронный ресурс] / E.M. Engen, T.L. Thomas, D. Reifschneider. – Finance and Economic Discussion Series 2015-005. Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.). – Режим доступа: <http://www.federalreserve.gov/econresdata/feds/2015/files/2015005pap.pdf> (дата обращения 11.02.2014)
247. ФАКТВОХ-Ukraine bonds and holders as Kiev seeks talks with creditors [Электронный ресурс] // Reuters. – 11 Mar 2015. – Режим доступа:

- <http://uk.reuters.com/article/2015/03/11/ukraine-debt-idUKL5N0W831R20150311>  
(дата обращения 11.04.2015)
248. Federal Reserve System – Opportunities Exist to Strengthen Policies and Processes for Managing Emergency Assistance – Report to Congressional Addressees [Электронный ресурс] // GAO-11-969. – July 2011. – Режим доступа: <http://tower-libertas.ru/wp-content/uploads/2014/02/d11696.pdf> (дата обращения 11.06.2015)
249. FSB Chair's Letter to G20 on Financial Reforms – Progress on the Work Plan for the Antalya Summit [Электронный ресурс] // Financial Stability Board. – 6 October, 2015. – Режим доступа: <http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/FSB-Chairs-letter-to-G20-Mins-and-Govs-5-October-2015.pdf> (дата обращения 10.11.2015)
250. Fund Statistics in Guernsey [Электронный ресурс] // Guernsey, International Finance Centre. – Режим доступа: <http://www.guernseyfinance.com/literature/fund-statistics> (дата обращения 15.05.2014)
251. Gartler, S. An analysis of the European Sovereign Debt Crisis: Did financial markets behave rationally? / S. Gartler. – University of Zurich. – April 2011. – Режим доступа: <http://www.bf.uzh.ch/publikationen/pdf/3103.pdf> (дата обращения 15.07.2014)
252. Glenza, J. TPP deal: US and 11 other countries reach landmark Pacific trade pact [Электронный ресурс] / J. Glenza // The Guardian. – 5 October, 2015. – Режим доступа: <http://www.theguardian.com/business/2015/oct/05/trans-pacific-partnership-deal-reached-pacific-countries-international-trade> (дата обращения 10.10.2015)
253. Global Shadow Banking Monitoring Report 2014 [Электронный ресурс] // Financial Stability Board. – 30 October, 2014. – Режим доступа: [http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r\\_141030.pdf?page\\_moved=1](http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_141030.pdf?page_moved=1) (дата обращения: 11.10.2015)
254. Global Risks Report 2014 [Электронный ресурс] // World Economic Forum. – Режим доступа: <http://www.weforum.org/reports/global-risks-2014-report> (дата обращения: 17.05.2015)

255. Haldane, A. On Tackling the Credit Cycle and Too Big To Fail [Электронный ресурс] / A. Haldane. – Bank of England. – January 2011. – Режим доступа: [http://www.iieta.com/event/download\\_powerpoint?urlKey=andrew-haldane-on-fixing-finance](http://www.iieta.com/event/download_powerpoint?urlKey=andrew-haldane-on-fixing-finance) (дата обращения: 18.05.2015)
256. Heather, S. Mario Draghi: ECB prepared to cut interest rates and expand QE Thursday [Электронный ресурс] / S. Heather // The Guardian. – 22 October, 2015. – Режим доступа: <http://www.theguardian.com/business/2015/oct/22/mario-draghi-ecb-prepared-to-cut-interest-rates-and-expand-qe> (дата обращения 07.11.2015)
257. Hedge funds and Financial Stability. Policy Department Economic and Scientific Policy, Study, IP/A/ECON/IC/2007-23 [Электронный ресурс] // European Parliament. – Режим доступа: <http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201108/20110818ATT25076/20110818ATT25076EN.pdf> (дата обращения: 17.05.2015)
258. Hedge Funds Oversight. IOSCO Consultation Report [Электронный ресурс] // IOSCO. Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. – March 2009. – Режим доступа: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD288.pdf> (дата обращения: 05.12.2013)
259. Hedge funds post largest quarterly asset decline since 2008 [Электронный ресурс] // HFR (Hedge Fund Research, Inc.). – Chicago. – 20 October, 2015. – Режим доступа: [https://www.hedgefundresearch.com/pdf/pr\\_20151020.pdf](https://www.hedgefundresearch.com/pdf/pr_20151020.pdf) (дата обращения 21.10.2015)
260. Hedge Funds Inflows Increased In May, AUM At \$3.171 Trillion [Электронный ресурс] // ValueWalk. – July 1, 2015. – Режим доступа: <http://www.valuewalk.com/2015/07/hedge-funds-inflows-increased-in-may-aum-at-3-171-trillion/> (дата обращения 20.09.2015)
261. Hedge Funds 2009. – London: International Financial Services London Research [Электронный ресурс] // FINalternatives. – April 2009. – Режим доступа: <http://www.finalternatives.com/node/7511> (дата обращения 20.11.2013)
262. Hedge Funds Review. Caiman Islands Supplement [Электронный ресурс] // Hedge Funds Review. Ireland Supplement. – 2009. – Режим доступа:

- [http://www.incisivemedia.com/hfr/specialreport/cayman\\_islands09.pdf](http://www.incisivemedia.com/hfr/specialreport/cayman_islands09.pdf) (дата обращения 25.11.2013)
263. Hedge funds in Russia [Электронный ресурс] // Askarussian.blogspot. – June 20, 2010. – Режим доступа: <http://askarussian.blogspot.com/2010/06/any-hedge-fund-in-russia.html> (дата обращения 27.11.2013)
264. Hedge Funds «How They Serve Investors in U.S. and Global Markets» [Электронный ресурс] // Coalition of Private Investment Companies. – Report, 2009. – Режим доступа: <http://www.hedgefundfacts.org/hedge/statistics/number-of-funds/> (дата обращения 07.10.2014)
265. Hedge funds and Financial Stability [Электронный ресурс] // Policy Department Economic and Scientific Policy, Study, IP/A/ECON/IC/2007-23 – P.5-26. – Режим доступа: <http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201108/20110818ATT25076/20110818ATT25076EN.pdf> (дата обращения 08.10.2014)
266. Hedge Fund Flow Report by The Leading Independent Research Firm for Equity Market Liquidity [Электронный ресурс] // Intercontilimited.com. – April 2010. – P.1-8. – Режим доступа: [http://www.intercontilimited.com/mfutsarchive/flow-report\\_april2010-topical-study.pdf](http://www.intercontilimited.com/mfutsarchive/flow-report_april2010-topical-study.pdf) (дата обращения 09.10.2014)
267. HFR Strategy Classification System [Электронный ресурс] // HFR. – Режим доступа: <http://www.hedgefundresearch.com/index.php?fuse=indices-str#2279> (дата обращения 15.11.2015)
268. Hedge funds, Lever-age, and the Lessons of Long-Term Capital Management. President's Working Group on Financial Markets [Электронный ресурс] // U.S. Department of the Treasury. – April, 1999. – Режим доступа: <http://www.treasury.gov/resource-center/fin-mkts/Documents/hedgfund.pdf> (дата обращения 18.10.2015)
269. Hirsh, M. What If Lehman Happened Today? / M. Hirsh, S. Капер. – National Journal. – December 1, 2011. – Режим доступа: <http://www.nationaljournal.com/magazine/what-if-lehman-happened-today--20111201> (дата обращения 27.09.2014)

270. Hu, H. Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms / H. Hu, B. Black. – University of Texas, Business Lawyer, vol. 61. – 2006. – P.491
271. IFSL RESEARCH HEDGE FUNDS 2010 [Электронный ресурс] // TheCityUK. – [http://www.thecityuk.com/media/2358/Hedge\\_Funds\\_2010.pdf](http://www.thecityuk.com/media/2358/Hedge_Funds_2010.pdf) (дата обращения 26.05.2015)
272. IMF World Economic Outlook Database [Электронный ресурс] // International Monetary Fund. – Режим доступа: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/02/weodata/weoselgr.aspx> (дата обращения 25.09.2015)
273. Infrastructure Financing and Sustainable Development. Think 20 Turkey [Электронный ресурс] // G20 Presidency of Turkey. – April, 2015. – Режим доступа:  
<http://www.t20turkey.org/images/pdf/Infrastructure%20Financing%20and%20Sustainable%20Development.pdf> (дата обращения 26.05.2015)
274. Innovation at heart of funds of hedge funds survival techniques [Электронный ресурс] // Hedge fund review. – 31 October, 2011. – Режим доступа: <http://www.hedgefundsreview.com/hedge-funds-review/feature/2119671/innovation-heart-funds-hedge-funds-survival-techniques> (дата обращения 27.09.2013)
275. Interim Report on Crude Oil. Interagency Task Force on Commodity Markets [Электронный ресурс] // U.S. Commodity Futures Trading Commission. – July, 2008. – Режим доступа: <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@newsroom/documents/file/itfinterimreportoncrudeoil0708.pdf> (дата обращения 25.10.2014)
276. Investment Company Act of 1940 [Электронный ресурс] // U.S. Security and Exchange Commission. – Режим доступа: <http://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf> (дата обращения 25.05.2015)
277. Jersey Finance – Technical Statistics [Электронный ресурс] // Jersey Finance. – Режим доступа: <http://www.jerseyfinance.je/Technical/Statistics/> (дата обращения 26.05.2015)

278. Jones, A. W. Fashions in Forecasting / A. W. Jones // Fortune. – March 1949. – Режим доступа: [http://www.awjones.com/images/Fortune\\_-\\_Fashions\\_in\\_Forcasting.pdf](http://www.awjones.com/images/Fortune_-_Fashions_in_Forcasting.pdf) (дата обращения 31.05.2015)
279. Johnson, S. How Many Investors Is Too Many? [Электронный ресурс] / S. Johnson. – CFO.com. – May 17, 2011. – Режим доступа: <http://www.cfo.com/article.cfm/14574955/?f=rsspage> (дата обращения 31.05.2015)
280. Kaal, A.W. Did the Dodd-Frank Act Impact Hedge Fund Performance? [Электронный ресурс] / A.W. Kaal, B. Luppi, S. Paterlini. – Social Science Research Network, 2014. – Режим доступа: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2389416](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2389416) (дата обращения 20.04.2015)
281. Kealey, T. The Economic Laws of Scientific Research / T. Kealey. – London.: MACMILLAN PRESS LTD, 1996. – 382 p.
282. Lack, S. The Hedge Fund Mirage, The Illusion of Big Money and Why It's Too Good to be True / S. Lack. – NY.: Wiley, 2012. – 187 p.
283. Laeven, L. Systemic Banking Crises Database [Электронный ресурс] / L. Laeven, V. Fabián. – IMF Working Paper. – June 2012. – Режим доступа: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12163.pdf> (дата обращения 01.05.2015)
284. Lagi, M. The Food Crises: A Quantitative Model of Food Prices Including Speculators and Ethanol Conversion [Электронный ресурс] / M. Lagi, Y. Bar-Yam, K. Z. Bertrand. – London.: New England Complex Systems Institute, 21 September, 2011. – Режим доступа: [http://necsi.edu/research/social/food\\_prices.pdf](http://necsi.edu/research/social/food_prices.pdf) (дата обращения: 10.11.2015)
285. Lane, R.P. Cross-Border Investment in Small International Financial Centers / P.R. Lane, M. Gian. – IMF Working papers. – February 2010. – Режим доступа: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1038.pdf> (дата обращения 17.04.2014)
286. Lemmon, M. Ownership, Incentive Contracting, and the Use of Zero-Cost Collars and Equity Swaps by Corporate Insiders / M. Lemmon, J. Bizjak, C. Bettis. – Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2001. – P.348.

287. Lipton, M. The New Crisis: Shareholder Activism. Ashton Insight Report 2005/2006 / M. Lipton. – Wachtell, December 21, 2005. – 245 p.
288. Loomis, C. The Jones Nobody Keeps Up with / C. Loomis // Fortune. – April, 1966. – P.237-247
289. Mann, R.S. Chaos Theory and Strategic Thought [Электронный ресурс] / R.S. Mann // Parameters. – 1992. – Режим доступа: <http://www.dtic.mil/cgi-bin/GetTRDoc?AD=ADA528321> (дата обращения: 10.10.2015)
290. Mallaby, S. More Money Than God, Hedge Funds and the Making of a New Elite / S. Mallaby. – NY.: The Penguin Press, 2010. – 482 p.
291. Marriage, M. Total hedge fund assets could grow to \$2.5 trillion in 2011 [Электронный ресурс] / M. Marriage. – Hedge Funds Review. – 20 January, 2011. – Режим доступа: [www.hedgefundsreview.com/hedge-funds-review/news/1938356/total-hedge-fund-assets-grow-usd25-trillion-2011](http://www.hedgefundsreview.com/hedge-funds-review/news/1938356/total-hedge-fund-assets-grow-usd25-trillion-2011) (дата обращения: 11.10.2013)
292. Middle East share of hedge fund assets to rise 30% to US\$194 billion by 2013 [Электронный ресурс] // Bank of New York Mellon/Casey Quirk survey Source: BI-ME. – April 20, 2009. – Режим доступа: <http://www.bi-me.com/main.php?id=35032&t=1&c=34&cg=4&mset=101> (дата обращения: 12.04.2014)
293. Minasyan, V. Investigation of Iterative Algorithms For Evaluation of Capital Structure and Cost [Электронный ресурс] / V. Minasyan // International Journal of Advanced Multidisciplinary Research and Review. – 2013. – Volume 1, №1. – P. 50-76. – Режим доступа: [http://opendepot.org/2114/1/50-76\\_Minasyan.pdf](http://opendepot.org/2114/1/50-76_Minasyan.pdf) (дата обращения: 11.10.2015)
294. Minutes of the Federal Open Market Committee [Электронный ресурс] // Board of Governors of the Federal Reserve System. – January 24-25, 2012. – Режим доступа: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/files/fomcminutes20120125.pdf> (дата обращения: 11.04.2014)
295. Monetary Aggregates and Money Market Conditions (Strictly Confidential). Prepared for the Federal Open Market Committee By the staff Board of Governors of the Federal Reserve System [Электронный ресурс] // FRS. – September 15, 1978. – Режим доступа:

- <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomc19780919bluebook19780915.pdf> (дата обращения: 12.04.2014)
296. National economic interests, Peterson Institute for International Economics [Электронный ресурс] // Peterson Institute for International Economics. – Режим доступа: [http://www.piie.com/publications/chapters\\_preview/6642/06iie6642.pdf](http://www.piie.com/publications/chapters_preview/6642/06iie6642.pdf) (дата обращения: 19.10.2015)
297. Offsets in Defense Trade Sixteenth Study Conducted Pursuant to Section 723 of the Defense Production Act of 1950 [Электронный ресурс] // U.S. Department of Commerce Bureau of Industry and Security. – January, 2012. – Режим доступа: [http://www.bis.doc.gov/index.php/forms-documents/doc\\_view/396-offsets-in-defense-trade-sixteenth-study](http://www.bis.doc.gov/index.php/forms-documents/doc_view/396-offsets-in-defense-trade-sixteenth-study) (дата обращения: 12.10.2014)
298. Opportunities and Challenges for Hedge Funds in the Coming Era of Optimization Part 1: Changes Driven by the Investor Audience [Электронный ресурс] // Citi Investor Services, Citigroup. – 2014. – Режим доступа: [http://www.citibank.com/icg/global\\_markets/prime\\_finance/docs/Opportunities\\_and\\_Challenges\\_for\\_Hedge\\_Funds\\_in\\_the\\_Coming\\_Era\\_of\\_Optimization.pdf](http://www.citibank.com/icg/global_markets/prime_finance/docs/Opportunities_and_Challenges_for_Hedge_Funds_in_the_Coming_Era_of_Optimization.pdf) (дата обращения 14.06.2015)
299. Opportunities and Challenges for Hedge Funds in the Coming Era of Optimization Part 2: Changes Driven by Regulation [Электронный ресурс] // Citi Investor Services, Citigroup. – 2014. – Режим доступа: [https://www.citibank.com/mss/docs/citi\\_2014\\_spring\\_survey\\_part\\_2.pdf](https://www.citibank.com/mss/docs/citi_2014_spring_survey_part_2.pdf) (дата обращения 14.06.2015)
300. Operation Twist: 1961 vs. 2011 [Электронный ресурс] // STCI. – 26 September, 2011. – Режим доступа: <http://www.stcipd.com/UserFiles/File/Operation%20Twist%201961%20vs%202011.pdf> (дата обращения 17.06.2015)
301. Overview of 2010 Key Trends in European Hedge Funds [Электронный ресурс] // Eurekahedge. – December, 2010. – Режим доступа: [http://www.thecityuk.com/media/2358/Hedge\\_Funds\\_2010.pdf](http://www.thecityuk.com/media/2358/Hedge_Funds_2010.pdf) (дата обращения 17.09.2013)
302. Palley, T. I. Monetary Policy After Quantitative Easing: The Case for Asset Based Reserve Requirements (ABRR). Political Economy Research [Электронный ресурс] / T. I. Palley. – Institute of University of Massachusetts

- Amherst, WORKINGPAPER SERIES №350. – May, 2014. – Режим доступа: [http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working\\_papers/working\\_papers\\_301-350/WP350.pdf](http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_301-350/WP350.pdf) (дата обращения 18.09.2014)
303. Partnoy, F. Gap filling, hedge funds, and financial innovation. Working Paper / F. Partnoy, S. T. Randall. – University of San Diego School of Law and Vanderbilt University School of Law. – 2006. – 61 p.
304. Pepitone, J. SEC may ease private stock rules [Электронный ресурс] / J. Pepitone // CNNMoney. – April 8, 2011. – Режим доступа: [http://money.cnn.com/2011/04/08/technology/SEC\\_shareholder\\_limit/index.htm](http://money.cnn.com/2011/04/08/technology/SEC_shareholder_limit/index.htm) (дата обращения 31.05.2015)
305. Petite potatoes: Canada's hedge fund industry [Электронный ресурс] // The Globe and Mail. – September 20, 2010. – Режим доступа: <http://www.theglobeandmail.com/globe-investor/investment-ideas/streetwise/petite-potatoes-canadas-hedge-fund-industry/article1715574/> (дата обращения 18.05.2014)
306. Policy Department Economic and Scientific Policy, Hedge funds and Financial Stability [Электронный ресурс] // European Parliament. – Режим доступа: <http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201108/20110818ATT25076/20110818ATT25076EN.pdf> (дата обращения 18.04.2015)
307. Portfolio Investment: CPIS Data - Database Contents CPIS (Coordinated Portfolio Investment Survey) [Электронный ресурс] // International Monetary Fund. – November, 2010. – Режим доступа: <http://www.imf.org/external/np/sta/pi/datarsl.htm> (дата обращения 18.04.2015)
308. Preqin Global Hedge Fund Report 2015. Sample Pages [Электронный ресурс] // Preqin. – 2015. – Режим доступа: <https://www.managedfunds.org/wp-content/uploads/2015/01/2015-Preqin-Global-Hedge-Fund-Report-Sample-Pages-MFA-Investors1.pdf> (дата обращения 12.11.2015)
309. Price Stability Target of 2 Percent and Quantitative and Qualitative Monetary Easing [Электронный ресурс] // Bank of Japan. – 2015. – Режим доступа: <https://www.boj.or.jp/en/mopo/outline/qqe.htm> (дата обращения 15.11.2015)
310. Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS)

- [Электронный ресурс] // Access to European Union law. – Режим доступа: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52008PC0458:EN:HTML> (дата обращения 17.02.2015)
311. Registration Under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers (SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION - 17 CFR Parts 275 and 279 - [Release No. IA-2333; File No. S7-30-04] - RIN 3235-AJ25) [Электронный ресурс] // U.S. Securities and Exchange Commission. – Режим доступа: <http://www.sec.gov/rules/final/ia-2333.htm> (дата обращения 17.05.2015)
312. Reinhart, C.M. Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten [Электронный ресурс] / C.M. Reinhart, K.S. Rogoff. – IMF Working Paper. – December 2013. – Режим доступа: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13266.pdf> (дата обращения 01.05.2015)
313. Reinhart, C.M. This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly / C.M. Reinhart, K.S. Rogoff. – Oxford.: Princeton University Press and Oxford, 2009. – 460 p.
314. Report on the Working Group on Highly Leveraged Institutions. – Financial Stability Forum [Электронный ресурс] // FSF. – April, 2000. – P. 127-129 // Режим доступа: [http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r\\_0004a.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_0004a.pdf) (дата обращения 10.02.2013)
315. Richard, S.C. Confidence Game – How a Hedge Fund Manager Called Wall Street’s Bluff / S.C. Richard. – New Jersey.: John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, 2010. – 335 p.
316. Rickards, J. The Death of Money, The Coming Collapse of the International Monetary System / J. Rickards. – NY.: Portfolio Penguin, 2014. – 356 p.
317. Rodier, M. Wall Street Firms, Hedge Funds, Recruit CIA, Ex-Military Intelligence [Электронный ресурс] / M. Rodier // WallStreet and Technology. – Режим доступа: <http://www.wallstreetandtech.com/risk-management/wall-street-firms-hedge-funds-recruit-cia-ex-military-intelligence--/d/d-id/1263136?> (дата обращения 09.10.2015)
318. Ross, A. Euro foxes bearish hedge fund managers [Электронный ресурс] / A. Ross, S. Jones. – Financial Times. – January 30, 2012. – Режим доступа:

- <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/c9d8e4f2-4b4d-11e1-a325-00144feabdc0.html#axzz1nDyB4K3O> (дата обращения 08.10.2014)
319. Scheer, R. It's Greek to Goldman Sachs [Электронный ресурс] / R. Scheer. – Truthdig. – February 17, 2010. – Режим доступа: [http://www.truthdig.com/report/item/its\\_greek\\_to\\_goldman\\_sachs\\_20100217](http://www.truthdig.com/report/item/its_greek_to_goldman_sachs_20100217) (дата обращения 08.10.2015)
320. Schwager, J.D. Hedge Fund Market Wizards, How Winning Traders Win / J.D. Schwager. – NY.: Wiley, 2012. – 526 p.
321. Sornette, D. Financial Bubbles, Real Estate bubbles, Derivative Bubbles, and the Financial and Economic Crisis [Электронный ресурс] / D. Sornette, R. Woodard. – May 2, 2009. – Режим доступа: <http://arxiv.org/abs/0905.0220> (дата обращения 08.04.2015)
322. Shiller, J. Robert Irrational Exuberance / J. Shiller. – NY.: Broadway Books, 2005. – 305 p.
323. Sullivan, G. Hedge funds drive innovation, State Street Global Services [Электронный ресурс] / G. Sullivan, P. Heinzl // Режим доступа: [http://www.statestreetglobalservices.com/wps/wcm/connect/a5e3c90044f36f31b90dbdea6156942c/ICFA\\_1110\\_StateStreet.pdf?MOD=AJPERES&CONVERT\\_TO=url&CACHEID=a5e3c90044f36f31b90dbdea6156942c](http://www.statestreetglobalservices.com/wps/wcm/connect/a5e3c90044f36f31b90dbdea6156942c/ICFA_1110_StateStreet.pdf?MOD=AJPERES&CONVERT_TO=url&CACHEID=a5e3c90044f36f31b90dbdea6156942c) (дата обращения 03.05.2015)
324. Sterman, D.J. Business Dynamics. Systems Thinking and Modeling for a Complex World / D.J. Sterman. – Irwin McGraw-Hill, Massachusetts Institute of Technology, Sloan School of Management, 2000. – 982 p.
325. Strategic Alpha Generation: The Evolution of the Hedge Fund Treasury Function in an Era of Complexity [Электронный ресурс] // J.P. Morgan. – August, 2014. – Режим доступа: [https://www.jpmorgan.com/cm/BlobServer/pbperspectives\\_august2014\\_evolution.pdf?blobkey=id&blobwhere=1320649480777&blobheader=application/pdf&blobheadername1=Cache-Control&blobheadervalue1=private&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs](https://www.jpmorgan.com/cm/BlobServer/pbperspectives_august2014_evolution.pdf?blobkey=id&blobwhere=1320649480777&blobheader=application/pdf&blobheadername1=Cache-Control&blobheadervalue1=private&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs) (дата обращения 20.05.2015)
326. Top hedge funds lead industry assets to \$1.3 Trillion mark [Электронный ресурс] // HedgeTracker.com. – March 14, 2011. – Режим доступа:

- <http://www.hedgetracker.com/article/Top-hedge-funds-lead-industry-assets-to-13-Trillion-mark> (дата обращения 15.05.2014)
327. The Impact of Hedge Funds on Financial Markets [Электронный ресурс] // The Bank of Australia. – 1999. – Режим доступа: <http://www.rba.gov.au/publications/submissions/impact-hdgc-fnds.pdf> (дата обращения 15.04.2014)
328. The G20 Global Infrastructure Initiative [Электронный ресурс] // G20.org. – Режим доступа: [https://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/g20\\_note\\_global\\_infrastructure\\_initiative\\_hub.pdf](https://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/g20_note_global_infrastructure_initiative_hub.pdf) (дата обращения 12.02.2015)
329. The Largest Money Managers. Special Report on the Largest Money Managers ranks Northern Trust among the top asset management firms in multiple categories [Электронный ресурс] // Northern Trust. Pensions & Investments Magazine. – 2015. – Режим доступа: <https://www.northerntrust.com/documents/white-papers/asset-management/rankings-investmgr.pdf> (дата обращения 05.10.2015)
330. Thesing, G. ECB to Lend Greater-Than-Forecast \$645 Billion as Banks Line Up for Funds [Электронный ресурс] / G. Thesing, R. Buergin. – Bloomberg. – December 21, 2011. – Режим доступа: <http://www.bloomberg.com/news/2011-12-21/ecb-will-lend-banks-more-than-forecast-645-billion-to-keep-credit-flowing.html> (дата обращения 10.09.2014)
331. Turner, T. Argentina salva el año de los fondos de cobertura [Электронный ресурс] / T. Turner // – La Nacion, Wall Street Journal Americas. – Noviembre, 2015. – Режим доступа: <http://www.lanacion.com.ar/1844619-argentina-salva-el-año-de-los-fondos-de-cobertura> (дата обращения 15.11.2015)
332. Vincent, J.K. Profiting from Hedge Funds, Winning Strategies for the Little Guy / J.K. Vincent. – NY.: Wiley, 2013. – 291 p.
333. Vitali, S. The network of global corporate control [Электронный ресурс] / S. Vitali, J.B. Glattfelder, S. Battiston. – Zurich.: ETH Zurich. – Режим доступа: [http://arxiv.org/PS\\_cache/arxiv/pdf/1107/1107.5728v2.pdf](http://arxiv.org/PS_cache/arxiv/pdf/1107/1107.5728v2.pdf) (дата обращения 12.09.2015)
334. Webster, G.T. Financial Warfare Exposed: Soros, Goldman Sachs, Hedge Funds Attack Greece to Smash Euro [Электронный ресурс] / G.T. Webster. – Russia Today. – March 3, 2010. – Режим доступа: <http://tarpley.net/financial->

warfare-exposed-soros-goldman-sachs-hedge-funds-attack-greece-to-smash-euro-2/ (дата обращения 12.09.2014)

335. Webster, G.T. Europe Must Fight Back Against US-UK Speculative Attacks [Электронный ресурс] / G.T. Webster. // Tarpley.net. – October 1, 2011. – Режим доступа: <http://tarpley.net/2011/10/01/europe-must-fight-back-against-us-uk-speculative-attacks/> (дата обращения 12.09.2014)
336. Wolf, M. Fixing Global Finance / M. Wolf. – NY.: The Johns Hopkins University Press, 2010. – 250 p.

#### *Интернет источники*

337. Динамика соотношения EUR/USD - Евро Доллар США [Электронный ресурс] // Investing. – Режим доступа: <http://ru.investing.com/currencies/eur-usd> (дата обращения 15.11.2015)
338. Сайт Совета по финансовой стабильности [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://www.financialstabilityboard.org/> (дата обращения 15.11.2015)
339. Сайт Европейского центрального банка [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://www.ecb.europa.eu> (дата обращения 15.11.2015)
340. Сайт компании «Europe Finance» [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://www.europe-finance.ru/> (дата обращения 15.11.2015)
341. Сайт «HFR» [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://www.hedgefundresearch.com/> (дата обращения 15.11.2015)
342. Сайт «Hedge Fund Association» [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://www.thehfa.org/> (дата обращения 15.11.2015)
343. Сайт «Hedge Funds Review» [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://www.risk.net/hedge-funds-review> (дата обращения 15.11.2015)
344. Сайт «ISDS» [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://isdsblog.com/> (дата обращения 15.11.2015)
345. Сайт «Investing» – S&P 500 VIX [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://www.investing.com/indices/volatility-s-p-500> (дата обращения 15.11.2015)
346. Сайт «Franklin Templeton Investments» [Электронный ресурс] // Режим доступа: <https://www.franklintempleton.com/> (дата обращения 15.11.2015)

347. Сайт «Morgan Stanley Capital International» [Электронный ресурс] // Режим доступа: <https://www.msci.com/> (дата обращения 20.05.2015)
348. Сайт «ZeroHedge» [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://www.zerohedge.com/> (дата обращения 15.11.2015)
349. Federal Reserve Statistical Release, Discontinuance of M3 [Электронный ресурс] // Federal Reserve, November, 2005. – Режим доступа: <http://www.federalreserve.gov/releases/h6/discm3.htm> (дата обращения 15.11.2015)
350. Thomson Reuters DataStream [Электронный ресурс] // Thomson Reuters DataStream. – Режим доступа: <http://thomsonreuters.ru/products/data-stream/> (дата обращения 14.06.2015); Режим доступа: <http://thomsonreuters.com/en/products-services/financial/investment-management/datastream-professional.html> (дата обращения 14.06.2015)
351. U.S. Securities and Exchange Commission [Электронный ресурс] // U.S. Securities and Exchange Commission. – Режим доступа: <http://www.sec.gov/> (дата обращения 15.11.2015)
352. VIX Options and Futures Historical Data [Электронный ресурс] // CBOE Execute Success. – Режим доступа: <http://www.cboe.com/micro/vix/historical.aspx> (дата обращения 15.05.2015)

Приложение А  
(справочное)

Отличия хедж-фондов от взаимных фондов/ПИФов

Таблица А.1 – Основные различия между взаимными фондами и хедж-фондами

показатель	Взаимные фонды	Хедж-фонды
<i>Цель инвестирования</i>	Добиться лучшей доходности, чем у индекса-эталона	Максимальная доходность вне зависимости от рыночной ситуации
<i>Активы</i>	Акции, облигации, инструменты денежного рынка	Практически все классы активов без ограничений, включая производные финансовые инструменты
<i>Инвестиционная политика</i>	Ограничена длинными позициями по традиционным активам	Широкий набор стратегий, включая короткие продажи, арбитраж и т.д.
<i>Ключевой фактор риска</i>	Рыночный риск	Мастерство менеджера
<i>Доступность для клиентов</i>	Доступны практически всем инвесторам	Высокий минимум инвестиций (1 млн долларов); законодательные ограничения; сложность анализа
<i>Ликвидность</i>	Высокая (ежедневная или еженедельная для большинства ПИФов)	Средняя (ежемесячная или ежеквартальная), однако высокий уровень заемных средств
<i>Вознаграждение менеджеров</i>	Зависит от размера активов под управлением (как правило, 1% от стоимости активов)	Зависит от результатов (как правило, 2% от стоимости активов + 20% от их прироста)
<i>Законодательное регулирование</i>	Деятельность строго регламентирована и контролируется (SEC, FSA и т.д.)	Регулирование почти отсутствует; минимальные требования к раскрытию информации

Источник: составлено автором.

Приложение Б  
(справочное)

Основные стратегии используемые хедж-фондами

Основные используемые хедж-фондами стратегии целесообразнее всего разделить на три группы (по степени значимости).

➤ ***Стратегии относительной стоимости (Relative value strategies)***

Стратегии этого типа максимально реализуют идею создателя первого хедж-фонда А.Джонса. Основным их принципом является совмещение «длинных» и «коротких» позиций по любым инструментам. Пожалуй, это самая большая группа стратегий. Они основаны на работе с инструментами, между которыми существует определенная связь – акции одного и того же эмитента с разными сроками погашения или две любые взаимосвязанные ценные бумаги. Задача менеджера – найти ситуацию, в которой одна из таких бумаг оказывается в относительном выражении дороже другой. Менеджер продает более дорогой инструмент и покупает более дешевый.

➤ ***Направленные стратегии (Directional/opportunistic)***

Самым наглядным примером этих стратегий является *глобальное макроинвестирование*. Здесь работают самые успешные менеджеры – как правило, это бывшие трейдеры международных инвестиционных домов. Их главная задача – угадать, на каком рынке произойдет следующее сильное движение, и инвестировать средства инвесторов и заемные. Требуются хорошие навыки фундаментального и технического анализа.

Родственная макроинвестированию стратегия – это *«следование трендам»*. Менеджеры используют сложные статистические и математические модели, пытаются угадать формирование нового тренда в том или ином секторе, заработать на его «острой фазе», а затем вовремя выйти, чтобы заняться новым.

В число направленных также включают стратегию «коротких» продаж без «длинных» позиций или стратегию поддержания ярко выраженной

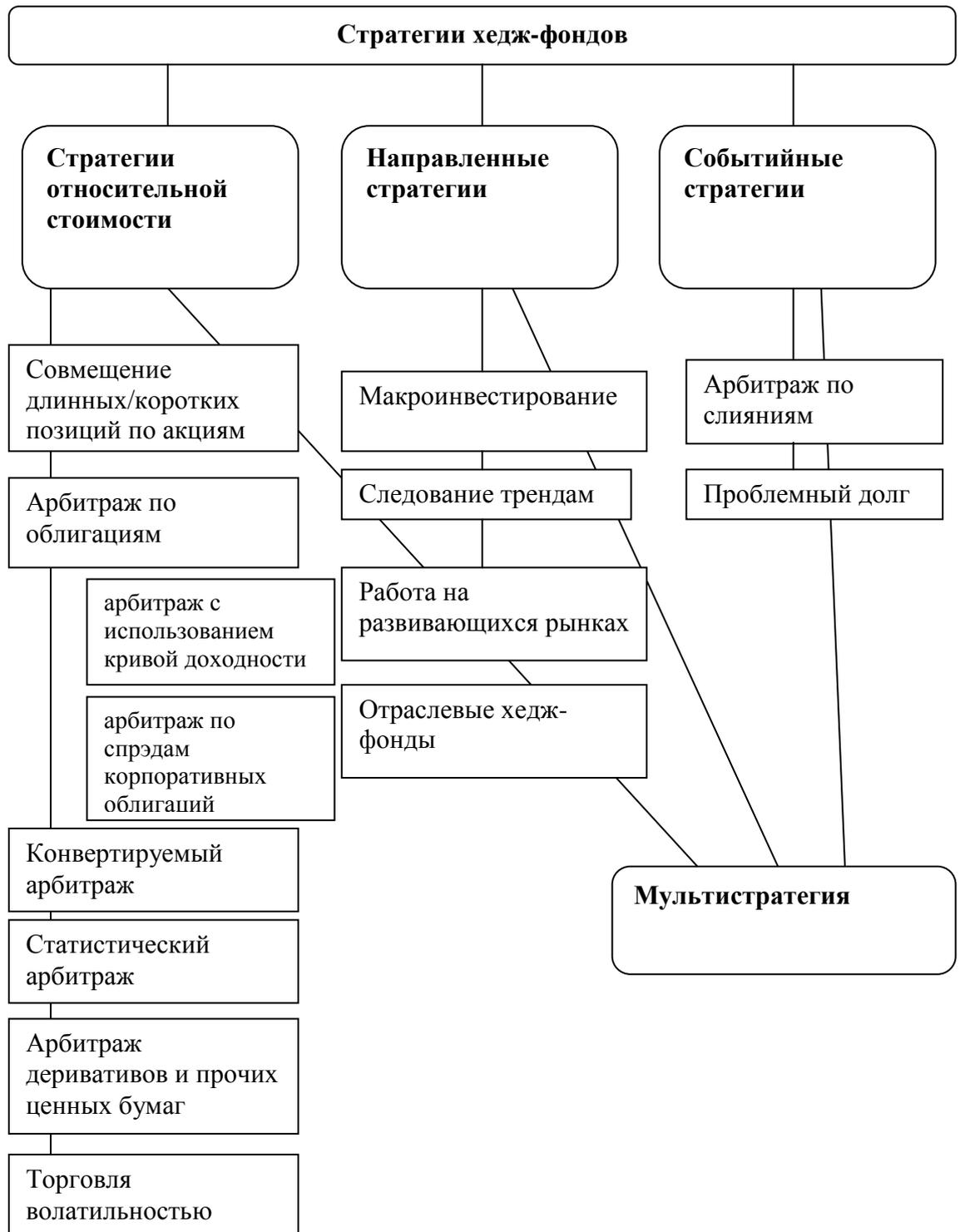
негативной экспозиции по рынку (т.е. состояния, когда стоимость «коротких» позиций значительно превышает стоимость «длинных»).

➤ ***Событийные стратегии (event-driven)***

Стратегии с исключительно корпоративным фокусом, основанные на ожидании тех или иных событий в компаниях (слияния, поглощения, выделение подразделений в самостоятельные компании, реструктуризация). Ожидание этих событий часто создает возможности для арбитража, например арбитража по слияниям и поглощениям, когда менеджер покупает акции компании, которая является целью приобретения, и открывает «короткую» позицию по акции покупающей компании. Кроме того, специалист по событийным стратегиям отыскивает акции, слишком дешевые из-за того, что рынок недооценивает влияние будущего события на их стоимость, или, наоборот, переоцененные из-за того, что инвесторы чересчур уверены в успешном завершении ожидаемого события. В эту категорию также входит покупка долговых обязательств компании на грани банкротства – конечно, если у менеджера есть основания полагать, что ситуация может резко измениться к лучшему и обязательства компании подскочат в цене.

В действительности, многие хедж-фонды применяют ***мультистратегию***, когда менеджер фонда меняет инвестиционные стратегии в зависимости от рыночной конъюнктуры или распределяет капитал, придерживаясь различных стратегий одновременно. LTCM зарабатывал на диспаритете котировок равноценных бумаг, но при этом занимался также слияниями и поглощениями.

Среди исследователей также нет единства мнений относительно количества инвестиционных стратегий, применяемых хедж-фондами. Hedge Fund Research (HFR), обладающий самой обширной базой данных о хедж-фондах, называет 33 вида стратегий, используемых хедж-фондами. Другой специализированный исследовательский центр – TASS Research – выделяет 17 типов инвестирования, что показано на рисунке Б.1.



Источник: составлено автором.

Рисунок Б.1 – Основные стратегии хедж-фондов

## Приложение В (справочное)

### Примеры участия хедж-фондов в организации массовых спекулятивных атак (Австралия, Гонконг, Малайзия)

#### ***Австралия – 1998 г.: атака на валютном рынке***

Кризисное состояние валютной сферы возникло в условиях, когда фундаментальные факторы в Австралии были позитивны (устойчивый экономический рост, низкая инфляция, профицитный бюджет, сильный финансовый сектор при дефицитном платежном балансе, связанным с сокращением экспорта на азиатские рынки и падением цен на экспортируемые товары). Медленное ослабление австралийского доллара в 1997 г. сопровождалось занятием крупными хедж-фондами, работающими с высоким левеиджем, объемных коротких позиций, что в мае – июне 1998 г. инициировало активную игру на понижение австралийского доллара на рынках спот и валютных деривативов (по сообщениям участников рынка, с распространением слухов о предстоящей спекулятивной атаке и активными действиями на понижение), с нарастающим вовлечением в игру на понижение других участников рынка и накоплением крупных позиций в периоды низкой ликвидности рынка.

В результате летом 1998 г. курс австралийского доллара достиг исторических минимумов. Объем коротких позиций хедж-фондов (global macro) превышал более 2 процентов ВВП Австралии.

#### ***Гонконг – 1997 – 1998 гг.: двойная игра на валютном рынке и рынке акций, обострение кризиса офшорным трейдингом***

Давление на финансовые рынки Гонконга оказывалось в октябре 1997 – 1998 г. (в условиях фундаментально сильной экономики, с банковским сектором, в котором капиталы, взвешенные по уровню риска, достигали 20 процентов, притом, что цены на активы были чрезмерно завышены,

демонстрировались признаки рецессии, национальная валюта имела, по мнению ряда участников рынка, завышенный курс).

Власти Гонконга были уверены, что группа спекулянтов манипулирует валютным рынком и рынком акций. По мнению участников рынка, «короткие» позиции хедж-фондов (global macro) и других глобальных институтов, действующих с высоким левеиджем, достигали в своих пиках 6 процентов ВВП Гонконга. Использовались агрессивные стратегии, направленные на то, чтобы обеспечить необходимые ценовые движения рынка, инициировались крупные продажи вне торговых часов на малоликвидных офшорных рынках, в электронных брокерских системах выставлялись котировки на гонконгский доллар ниже уровня, который должен поддерживаться интервенциями монетарных властей. Распространялись слухи в периоды офшорной торговли вечерами в пятницы, что девальвация гонконгского доллара произойдет в выходные дни. По предположению ряда участников рынка делались попытки «двойной игры» - на валютном рынке и рынке акций/рынке фьючерсов на акции (установление «коротких» позиций на рынке акций сопровождалось понижательным давлением на валютном рынке, чтобы заставить монетарные власти поднять уровень процента и таким образом оказать дополнительное понижательное давление на рынок акций). До момента интервенции монетарных властей четыре крупных хедж-фонда занимали 40 процентов суммарной позиции на рынке фьючерсов на акции, а ряд институтов, работающих с высоким левеиджем, занимал параллельно «короткие» позиции на рынке акций и на валютном рынке.

Понижательное давление, оказываемое местными финансовыми институтами, не было значительным (то есть основная спекулятивная активность на понижение осуществлялась со стороны международных игроков).

***Малайзия – 1997 – 1998 гг.: атака на внутреннем валютном рынке, обострение кризиса трейдингом на иностранных рынках***

Понижательное давление на валютный рынок (малазийский ринггит) оказывалось с мая 1997 г. по середину августа 1998 г.

Макроэкономическая ситуация: низкий внешний долг, высокий бюджетный профицит, экономический рост (до момента возникновения турбулентности).

Крупные глобальные институты, действующие с высоким левэриджем, заняли объемные «короткие» позиции, играя на понижение; местные финансовые институты под влиянием слухов об игре на понижение со стороны нерезидентов осуществляли хеджирование своих валютных обязательств, принимая также «короткие» позиции по ринггиту; значительное понижающее давление оказывалось через заграничные рынки (депозиты в ринггитах в Сингапуре). По предположению ряда участников рынка в Сингапуре, понижающее давление постепенно прекратилось с середины августа 1998 г. след за закрытием позиций крупнейшими глобальными институтами и разрешением финансового кризиса в России.

## Приложение Г (справочное)

### Использование хедж-фондами стратегии, предполагающей проникновение в компанию

#### ***Фонды прямых инвестиций и хедж-фонды***

Сравнивая отрасль хедж-фондов с отраслью частного акционерного капитала (Private Equity), бесспорным лидером являются хедж-фонды. В то время как PE ежегодно рос на 10,5 процентов, то с 2000 года отрасль хедж-фондов росла на 27,5 процента годовых.

Обычно фонды прямых инвестиций (private equity funds) давали наилучший ответ на вопрос о разделении права собственности и контроля в контексте потенциального конфликта интересов между собственником и менеджером при управлении активами.

До недавнего времени разделение между хедж-фондами и фондами прямых инвестиций было несложным. Они используют разные стратегии. Фонды прямых инвестиций обычно выбирают своей целью частную компанию и инвестируют в нее. Пока компания остается у них в управлении, фонды часто меняют структуру бизнес плана, заменяют неэффективный менеджмент и модифицируют корпоративную и финансовую структуру. Обычно они выбирают своей целью фирмы, которые нуждаются в развитии и менеджменте (на период, в среднем это 3-5 лет), и которые не очень поддаются влиянию со стороны рынка. Обычно они управляют компанией определенный, фиксированный промежуток времени, затем снова продают ее, получая ощутимый доход. С другой стороны, хедж-фонды традиционно работают в условиях быстроменяющейся обстановки, «входя» или «выходя» из активов после открытия позиции на короткий срок лишь для получения прибыли. Тем не менее, недавно стало проявляться сближение между фондами прямых инвестиций и хедж-фондами (фонды прямых инвестиций стали открывать собственные хедж-фонды).

Цель фондов прямых инвестиций управлять компанией в, так называемом, ручном режиме, который включает в себя долгосрочное соглашение о совместной работе (активное контролирование) с менеджментом. С другой стороны, хедж-фонды ограничивают активность предполагаемых действий «выбранной» компании. Если менеджмент не следует рекомендациям фонда, то он может начать «работать» с менеджментом более активно. Как только фонды прямых инвестиций добиваются контроля над «выбранной» компанией, они покупают большую часть, чем та, что берется под управление хедж-фондом, единственной целью которого является оказание давления на действующий менеджмент фирмы.

Кроме того, существует риск, связанный с тем, что хедж-фонды являются более быстрыми в выборе объектов инвестирования, но менее аккуратными в управлении объектом в целом. Для устранения этого недостатка хедж-фонды стали нанимать бывших инвестиционных банкиров.

С того момента, как хедж-фонды стали получать меньшие доходы, они стали использовать стратегию намеренного «вздутия» цены компании. Хедж-фонды стали также активно конкурировать с фондами прямых инвестиций по операциям слияния и поглощения (M&A).

Два типа инвесторов начинают дополнять друг друга и в обозримом будущем они *могут объединиться, сформировав новую гибридную форму инвестирования*. Практика показывает, что многие фонды обоих типов объединялись, при этом используя собственные технологии не в качестве конкурентов, но чаще в целях повышения эффективности (хедж-фонды – источник соинвестирования, фонды прямых инвестиций – менеджмент «выбранной» компании, объекта поглощения/проникновения).

### ***Подходы хедж-фондов к более агрессивной политике проникновения в компании***

Политика активности хедж-фондов (hedge funds activism) может в общих чертах базироваться на 4 различных стратегиях.

1. *«Информационная асимметрия» и тенденции к сближению*. Такой подход схож с традиционной стратегией арбитраж-трейдинг. Использование

ценовой разницы между ценными бумагами продавцов и покупателей. Например, собирается предположительно негативная информация о фирме, проводится анализ, по результатам которого занимается «короткая» позиция по ее бумагам.

**2. Структура капитала фирмы.** Хедж-фонды занимают «длинные» позиции по ценным бумагам «выбранной» компании, после чего запрашивают изменение в структуре капитала фирмы. Они могут сделать запрос, например, о выплатах дивидендов (заставить фирму выплатить недоначисленные дивиденды акционерам) или увеличении долга. Считается, что тактика имеет тенденцию к увеличению стоимости фирмы, нежели к увеличению активов ее собственников.

**3. Поглощение и риск-арбитраж.** Например, если открыть «короткую» позицию по акциям поглощающей компании и «длинную» по бумагам поглощаемой, то можно получить прибыль, даже если сделка станет убыточной. Используя эту тактику, хедж-фонды иногда прибегают к помощи специальных компаний т.н. анти-поглотителей и занимают позиции, которые принесут прибыль в случае провала операции по поглощению. Таким образом, они голосуют против поглощения даже, если подобная сделка представляется наилучшим вариантом для вовлеченных в нее компаний. Обычно, после объявления о проведении сделки, биржевая цена покупателя падает и таким образом становится понятно, почему хедж-фонды участвовали в сделке, пытаясь остановить поглощение. С другой стороны, менее всего вероятно блокирование поглощения со стороны самого объекта.

**4. Корпоративное управление и стратегия фирмы.** Хедж-фонды открывают «длинные» позиции по активам «выбранной» компании и запрашивают сведения об изменениях, в основном касающихся вопросов корпоративного управления. При этом широко используются деривативы. Хедж-фонды обсуждают с менеджментом и руководством компании возможность усовершенствования практики корпоративного управления, ввода в бизнес новых стратегий и замены неэффективных управленцев. Хедж-фонды также обычно добиваются своего представительства в руководстве компании для достижения своих целей.

Такая практика распространена в США. Однако здесь существует определенная угроза – *начав соответствующие переговоры можно буквально «взорвать» цену «выбранной» компании*, в результате чего полученные полномочия фонда могут быть потеряны. Хедж-фонды могут также затребовать финансовую отчетность неэффективных или ненужных с их точки зрения бизнес объектов.

### ***Особенности «выбранных» хедж-фондами компаний***

Компании, которые были выбраны хедж-фондами, имеют ряд общих характеристик:

- Меньшую рыночную капитализацию в сравнении со своими компаниями-коллегами;
- Большое количество денег на руках (не задействованных);
- Несбалансированную структуру капитала со слишком высокой или низкой величиной долгов или активов;
- Слишком часто повторяющиеся флуктуации депрессий;
- Низкую рыночную цену, если сравнивать со среднерыночной реальной ценой подобных компаний.

Если сравнить среднюю рыночную капитализацию «выбранной» фирмы со средней рыночной капитализацией компаний из индекса S&P 500, то выяснится, что хедж-фонды в основном выбирают компании, которые недооценены рынком. Рыночная недооценка (ниже своей реальной стоимости) определяет размеры приобретаемых хедж-фондами долей и размер контроля над компанией.

Когда хедж-фонды решили взять на вооружение эту стратегию, они сконцентрировались на получении большей доли у меньшей компании. Сегодня, когда активы в управлении хедж-фондов выросли, используя эту стратегию, они выбирают все большие по размеру компании.

Так, в последние годы финансовые рынки зафиксировали атаки хедж-фондов на важнейшие и огромные американские компании. Time Warner, Blockbuster, McDonald's, Wendy's International, Tyco и The New York Times – самые заметные компании, которые могут быть упомянуты в качестве примера.

Роберт Киндлер (Robert Kindler) – глава по слияниям и поглощениям в J.P.Morgan Chase уверяет, что размер не является достаточной защитой и настаивает на том, что *«ни одна компания не является настолько большой, чтобы быть недосыгаемой для атак со стороны хедж-фондов»*.

Хедж-фонды сосредотачивают свое внимание на достаточно-ликвидных компаниях, могущих использовать свои финансовые возможности для выплаты больших дивидендов акционерам, перевыкупа долей с целью повышения рыночной цены компании.

Другая характеристика схожая для большинства «выбранных» компаний – это то, что последние не адаптированы под оптимальную структуру капитала. Чаще всего такие компании демонстрируют соотношение показателей долг/активы успешнее, чем их конкуренты, а возможности по расширению долгового плеча не используются в полной мере. Хедж-фонды могут подтолкнуть такие компании, особенно те, которые обладают стабильными денежными потоками, к тому, чтобы привлечь средства для дополнительного финансирования.

Касательно управленческих показателей, «выбранные» компании имеют сравнительно большую среднюю рентабельность активов и прибыль собственного капитала, но меньшее отношение рыночной цены (акций) к ее бухгалтерской оценке, чем компании, выбранные пассивными инвесторами.

Следует также отметить, что хедж-фонды не акцентируются на специфических индустриях, *они инвестируют в любые отрасли*. Это характерно не только для США, но и для Европы. Хедж-фонды также начали сосредотачивать свое внимание на азиатских компаниях. Страна, где изначально располагается корпорация, не имеет значения. Деятельность хедж-фондов все больше становится глобальным феноменом.

На волне этой тенденции, многие юристы и руководители (в частности американских корпораций) ищут *защитные стратегии для отражения атак со стороны хедж-фондов*. Одним из наиболее активных оппонентов этой волны активности хедж-фондов выступает юрист Мартин Липтон (Martin Lipton),

который расписал для «потенциальных жертв» длинный список мер, которыми они могут воспользоваться, чтобы подготовиться к атакам хедж-фондов.

Проводя анализ применимости данной стратегии хедж-фондов к российским компаниям, исходя из существенной переоценки отечественного рынка акций, а также высокой спекулятивной компоненты и зависимости от внешнего финансирования в механизме ценообразования российских активов, можно сделать вывод о его противоречивом характере. С одной стороны, перегретость рынка акций и подверженность резкому обвалу из-за вероятных в последнее время внешних кризисных проявлений выступает отталкивающим фактором для хедж-фондов при рассмотрении вопроса применения рассматриваемой стратегии. В то же время, учитывая высокие темпы роста отечественного рынка (в сравнении с рынками США и ЕС), возможность заработать в краткосрочном периоде времени является для хедж-фондов высоко привлекательным фактором.

#### ***Механизм «сражения» хедж-фондов с институциональным менеджментом «выбранных» компаний***

Главным обязательством хедж-фондов является – один раз получить долю в «избранной» компании, размер которой позволил бы оказывать определенное давление на руководство, после чего довести до него планы фонда в отношении фирмы.

Существующие нормы регулирования, например в США, заставляют хедж-фонды скрывать реальные цели приобретения. Таким образом, характеристика действий хедж-фондов может быть разделена на 3 различные категории:

- «только коммуникацию / взаимодействие»;
- «сначала взаимодействие, затем агрессия»;
- «только агрессия».

К разряду агрессивных относятся те фонды, которые запрашивают корпоративные изменения, угрожая начать полноценное разбирательство за право получения мест в руководстве компании или вообще с целью заменить все руководство. Это также те фонды, которые заявляют о своем желании

заполучить полный контроль над «избранной» компанией или засудить фирму. Обычно хедж-фонды начинают проводить соответствующие информационные кампании в СМИ. Это помогает хедж-фондам находить союзников среди других хедж-фондов или институциональных инвесторов для того, чтобы «надавить» на цель посильнее, и это – один из лучших методов привлечь внимание других инвесторов. В то же время, хедж-фонды надеются, что директора и менеджеры согласятся с их требованиями под угрозой своего прессинга в прессе.

В большинстве случаев, хедж-фонды приглашают менеджмент для беседы о результатах своего анализа. Если менеджмент не соглашается на встречу с фондом, последний публично критикует поведение менеджмента и начинает соответствующую кампанию в СМИ против действующего директората фирмы. С другой стороны, если руководство соглашается на встречу, директора компании и менеджеры хедж-фонда будут вести разговор и попытаются найти компромисс. Хедж-фонды не идут на эскалацию взаимоотношений любой ценой, стараясь быть посредниками с менеджерами избранной компании. Однако обычно «выбранная» компания все же отвергает предложения хедж-фонда и две команды вступают в длительное противостояние.

Хедж-фонды поглощают долю компании размером от 5 до 10 процентов. Маленькие доли, ниже 5 процентного барьера, встречаются не так часто. Кооперация с другими фондами – довольно сложный процесс. Чем больше доля поглощения, тем дороже реализация стратегии в отношении фирмы. В большинстве случаев, хедж-фонды расширяют свои позиции с 10 до 20 процентов во время процесса вхождения в компанию, демонстрируя при этом намерение осуществить более долгосрочные инвестиции.

Повышая интенсивность ведения переговоров с директоратом фирм, хедж-фонды часто прибегают к специфической тактике, такой как «волчья стая/налет» (wolf pack), «пустое голосование» (empty voting) и «спрятанный собственник» (hidden ownership).

**«Волчи стаи», «пустое голосование» и «спрятанный собственник»**

Все фонды объединяются для достижения одинаковых целей, таким образом, образуя **«волчью стаю»**, действуя тактически против компаний. Обычно хедж-фонды поддерживают друг друга, преследуя одни и те же цели. Когда же цель сводится к получению голоса акционера, они согласованно и дружно кооперируются для достижения своих договоренностей.

Хедж-фонды также ищут новых союзников, таких как инвестиционные банки с Уолл-Стрит, а также традиционных институциональных инвесторов. Последние занимаются инвестированием в эти же хедж-фонды, избравшие рассматриваемую тактику, и часто остаются на их стороне при проведении кампаний против менеджмента «избранных» фирм.

Хедж-фонды нанимают инвестиционные банки с Уолл-Стрит для достижения более «пробивной» силы в своих кампаниях и получения лучших управленческих позиций внутри «избранной» фирмы. Фактически, если до ГФЭК банки ощущали, что интересы их бизнеса хорошо обслуживаются и поддерживаются лояльно настроенным менеджментом, то теперь банки смотрят на хедж-фонды как на лидеров финансового рынка, способных несмотря ни на что увеличить стоимость активов. Некоторые инвестиционные банки, например, швейцарский UBS, даже создали целые команды банкиров для работы с хедж-фондами.

Следующий тактический прием, который хедж-фонды используют для получения соответствующих управленческих позиций в «выбранной» компании, называется **«пустым голосованием»** или **«спрятанным собственником»**.

В 1980-х годах экономисты считали, что невозможно отделить право голоса от участия в акционерном капитале компании. Тот, кто хочет купить голос должен купить также и акции. Сегодня это правило больше не действует и инвесторы, которые единолично заинтересованы в силе голоса имеют массу способов усилить свои административные права совершенно без покупки надлежащих долей. С ростом финансовых инноваций, развитием деривативов, особенно индексных свопов (свопы акций), а также развитием долгового рынка

для акционерного капитала, разделение сугубо *экономического* собственности от *управленческого* (наличия соответствующих голосов) стало более простым и легким (decoupling).

Разделение может также иметь место в форме «пустого голосования» или «спрятанного собственника». «Пустое голосование» определяется как наличие большего количества управленческих голосов, чем прав на участие в акционерном капитале компании. Стратегия «спрятанный собственник», напротив, состоит в наличии прав экономического обладания, которое превышает формальное количество управленческих голосов, при сочетании с неформальным доступом к надлежащим правам голосования.

«Пустое голосование» может быть рассмотрено во многих вариантах. Самый общий метод заключается в так называемой «дате регистрации захвата». Эта тактика состоит в установлении ссуженных долей на долговом биржевом рынке и определении даты их регистрации – дата устанавливается компанией с целью определения держателя, который и дает право голосовать на специфическом акционерном собрании – в порядке предоставления права голоса на собрании акционеров. Заемщик получает и акционерные доли, и надлежащее право голоса. В то же время, кредитор имеет право вернуть свои доли в любое время, а также право на уплату ему части, соразмерной с соответствующей суммой дивидендов или выплаты по долям за период, в течение которого ими обладал заемщик. Количество голосов, которое может быть взято в долг, ограничено только размером залога. Поэтому, кто бы ни был заинтересован в получении большего количества голосов, нежели у него есть, он может взять займы дополнительные доли на определенный срок, получить права голосовать на собрании, а затем вернуть их обратно.

Конфликты интересов – разделение права голоса от реального экономического владения, что определяется современными финансовыми инновациями.

Другая стратегия подразумевает использование индексных свопов (equity swaps или свопов акций). Человек с «длинными» позициями по активам, использующий соответствующие своп-операции, получает экономическое

обладание активами без прав голоса, что дает обладание соответствующими долями.

Отдельного внимания заслуживает т.н. кольцо нулевой стоимости (the zero-cost collar). Эта стратегия включает покупку опциона пут и, в то же время, продажу опциона колл. Эта технология сокращает экономическое обладание, но используется для сохранения прав голоса для основных активов.

Последние две стратегии, все же, требуют обладания биржевыми активами, в то время как первая позволяет получать право голоса без покупки надлежащих долей в компании. Поэтому значимые инвесторы могут оставаться незамеченными до тех пор, пока это необходимо. Стратегия «спрятанный собственник» реализуется посредством деривативов, особенно свопов на активы, которые могут быть использованы хедж-фондами для получения контрольного пакета акций. Фактически, имея маленькую долю в «избранной» компании, высока вероятность, что хедж-фонд будет способен поглотить всю фирму.