МЕЦГЕР Александр Альбертович

Кандидат технических наук, доцент, генеральный директор

ЗАО «Управляющая компания»

620041, РФ, г. Екатеринбург, пер. Трамвайный, 15

Контактный телефон: (343) 341-56-61

e-mail: metzger@azkapital.ru

Модели корпоративного управления в инвестиционных фондах и требования к структуре их активов

Исследуется проблема корпоративного управления в инвестиционных фондах на основе теории специфических активов О. Уильямсона. Инвестиционные фонды рассматриваются как специфические корпорации, для которых применимы модели классического корпоративного управления. Показаны условия эффективного применения аутсайдерской и инсайдерской модели корпоративного управления. На основе ретроспективного анализа развития требований к составу и структуре активов российских инвестиционных фондов показаны особенности современного государственного регулирования корпоративного управления. Проведена оценка новых требований к портфелю активов паевых инвестиционных фондов, определены модели корпоративного управления для фондов квалифицированных и неквалифицированных инвесторов. Выделены модели корпоративного управления биржевого фонда и проектного фонда.

JEL classification: G11, G23, G34

Ключевые слова: инвестиционный фонд; модель корпоративного управления; структура активов; управляющая компания; квалифицированные инвесторы; транзакционные издержки; эффективный рынок; рыночный фонд; портфельная модель фонда; проектная модель фонда.

Введение

Вся осмысленная история экономической деятельности человечества есть во многом история объединения ресурсов, компетенций различных участников (экономических агентов), выделения определенных функций и наделения ими отдельных групп участников. Движущей силой является достижение участниками результатов, которые достичь либо невозможно, либо возможно, но в индивидуальном порядке с большими издержками. Формы, в которые облекаются эти процессы, разнообразны, но все это разнообразие можно рассматривать как различные воплощения категории «корпорация».

Классификация данной категории возможна по самым различным и актуальным с той или иной точки зрения основаниям. Например, по силе интеграционных связей – «мягкие» и «жесткие» интегрированные корпоративные структуры; по юридическому оформлению прав участников – хозяйственные общества и товарищества и т. д. Более того, процесс возникновения новым форм не только не закончен, но приобретает новые измерения и масштабы. Чего только стоит «экономика совместного потребления» (*collaborative consumption*), которая за поразительно малое время создала новые форматы объединения ресурсов в сферах транспорта, путешествий, недвижимости, информации, финансов и инвестиций.

С точки зрения институционального подхода все это разнообразие можно рассматривать как бесчисленное количество «гибридных форм» объединения участников

(«гибридов»), которые расположены между двумя антагонистическими формами взаимодействия [7; 11]:

- «рынок» – взаимодействие через составление, заключение и исполнение рыночных контрактов;
- «иерархия» – взаимодействие на основе внутренних процедур внутри конкретной «фирмы».

Бесконечность числа существующих и возникающих форм «гибридов» или «корпораций» обусловлена, с одной стороны, разнообразием и спецификой объединяемых ресурсов и интересов их владельцев, а с другой – спецификой, рисками и возможностями потребителей этих ресурсов. Различия в интересах, возможностях участников «корпораций» могут вызвать сомнения по поводу устойчивости данного объединения, его эффективности или даже дальнейшего существования. Устойчивые формы корпораций, таким образом, есть не что иное, как формы, в которых наиболее успешно (с минимальными издержками) реализован процесс их формирования и дальнейшего функционирования – достижение интересов и преодоление противоречий в интересах участников. Последнее представляет собой сущность корпоративного управления (*corporate governance*), направленного, в самом общем случае, на снижение отрицательных эффектов объединения различных участников и максимизацию положительных для них эффектов данного объединения.

Сказанное в полной мере относится и к такой категории, как «инвестиционный фонд». С определенным допущением можно сказать, что инвестиционный фонд есть частный «инвестиционный» вариант «корпорации». Таким образом, все многообразие инвестиционных фондов («гибридных форм инвестирования») с точки зрения институционального подхода располагается в диапазоне альтернатив: 1) индивидуальное частное инвестирование («рынок») и 2) государственное инвестирование («иерархия»). В качестве примеров можно привести такую современную форму инвестирования, как краудинвестинг (*crowdfunding*), максимально близкую к альтернативе 1, или более чем традиционную форму – «семейный траст» (*family foundation*), в некоторых случаях напоминающий по причине зарегулированности процедур альтернативу 2 – классическую «иерархию».

Перечисленные теоретические положения и допущения представляют собой методологическую основу, которая позволяет рассчитывать на достижение конечной цели – формирование теории корпоративного управления в инвестиционных фондах, а в рамках данной статьи – анализ моделей указанного управления с точки зрения государственного регулирования состава и структуры активов инвестиционных фондов.

Корпоративное управление в инвестиционных фондах и его модели

Вопросы корпоративного управления в инвестиционных фондах (*fund governance*) уже давно стали предметом научных и практических исследований за рубежом [6; 12; 14–18; 20]. В отечественной литературе данная тема также получила свое развитие [1; 7; 8; 10], в том числе базируясь на положениях современной институциональной теории, теории трансакционных издержек и, в частности, теории специфических активов О. Уильямсона. Российское профессиональное сообщество ведет поиск наилучших практик корпоративного управления в рамках коллективных форм инвестирования. К сожалению, значительная часть исследований имеет или фрагментарный, или избыточно обобщающий характер и, как правило, сосредоточена на узком, традиционном направлении – в контексте взаимодействия инвесторов и управляющей компании. Меньше внимания уделяется различиям в интересах отдельных категорий инвесторов и других заинтересованных лиц (*stakeholders*), характеру инвестиционного рынка и возможностям получения на этом рынке результатов, удовлетворяющих интересы конкретной группы инвесторов.

Традиционно эти вопросы получают освещение через различные варианты так называемой инсайдерской модели, когда преодоление внутренних конфликтов корпорации осуществляется путем создания механизмов и процедур их выявления, оценки и преодоления в рамках самой корпорации. Напротив, аутсайдерская («рыночная») модель корпоративного управления ориентирована на максимальное использование рыночных механизмов. Например, базовый конфликт по линии «инвесторы – управляющая компания» разрешается в зависимости от инвестиционных результатов через ценообразование услуг управляющей компании, свободный приток-отток инвесторов и т. д. Отсюда становятся понятными границы применимости указанных базовых моделей корпоративного управления. Аутсайдерская модель характерна для рыночной экономики, развитого рынка капитала, относительно слабого вмешательства государства в экономику. И наоборот, меньшее развитие рыночных институтов, преобладание банковского финансирования, существенная роль государства как экономического агента неизбежно определяют возникновение одного из вариантов инсайдерской модели.

Если продолжить сравнительный анализ корпоративного управления в классических (предпринимательских) и инвестиционных корпорациях (инвестиционных фондах), то вполне оправданными будут следующие предположения.

1. Аутсайдерская модель корпоративного управления позволяет успешно разрешать большинство внутренних конфликтов инвестиционных фондов в условиях:

- ликвидного рынка инвестиционных активов – высокая степень информационной эффективности (например, биржевой рынок);
- ликвидного рынка инвестиционных пассивов – свободный вход/выход инвесторов в зависимости от демонстрируемых фондом результатов.

2. Инсайдерская модель корпоративного управления становится незаменимой в условиях:

- рынка неликвидных инвестиционных объектов – слабая форма информационной эффективности (например, ранок стартапов, венчурного инвестирования);
- неликвидного рынка инвестиционных пассивов – затрудненный вход, а главное выход инвесторов из фонда.

Другими словами, инвесторы принимают на себя риски снижения ликвидности своих вложений.

Государственное регулирование структуры активов и пассивов инвестиционных фондов

Приведенные выше логические рассуждения, а на самом деле подтверждаемые практикой выводы, в случае с инвестиционными корпорациями, как правило, приобретают законодательное оформление, подпадая под достаточно жесткий государственный контроль и регулирование¹. В большинстве случаев это регулирование реализуется через механизм установления нормативных требований к составу и структуре активов инвестиционного фонда. Тем самым регулятор решает одновременно несколько задач. Часть из них непосредственно связана с корпоративным управлением, т. е. с предотвращением или разрешением внутрикорпоративных конфликтов, например устанавливая требования к составу и структуре активов в зависимости от категории инвесторов (пассивов). В этом случае происходит более или менее успешная и, что важнее всего, априорная дифференциация инвесторов – в зависимости от параметров ожидаемого инвестиционного результата с точки зрения доходности, риска, ликвидности.

Обращаясь к отечественному опыту, проследим, каким образом регламентация требований к составу и структуре активов инвестиционных фондов оказывала влияние на

¹ В случае с классическими (предпринимательскими) корпорациями подобная связь активов и пассивов отсутствует. Например, характер предпринимательской деятельности законодательно не регламентируется в зависимости от организационно-правовой формы (ООО или АО).

корпоративное управление и на индустрию коллективного инвестирования в целом. Очень условно можно выделить следующие основные этапы эволюции индустрии российских инвестиционных фондов.

I. Становление. Естественно, что отсчет следует вести от вступления в силу Федерального закона от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах». Российским инвесторам были предложены две формы коллективного инвестирования – акционерный (АИФ) и паевой (ПИФ) инвестиционный фонды. Практически сразу стало понятно, что акционерный формат инвестиционного фонда избыточно утяжелен одновременным наложением требований акционерного и инвестиционного законодательства. Дополнительно привлекательность АИФа снижалась характерным для него двойным налогообложением инвестиционных результатов. На этом фоне привлекательность паевого фонда становилась очевидной.

Для более гибкого использования формата ПИФа на тот момент была предложена простая и понятная матрица его вариантов, формируемая пересечением типов фондов и их категорий. С одной стороны, тип фонда (открытый, интервальный или закрытый) отражал ликвидность фонда для инвесторов. С другой стороны, категория фонда отражала ожидаемый уровень риска основного актива и соответствующей доходности (фонды денежного рынка, облигаций, смешанных инвестиций, акций, недвижимости). Достаточно быстро сформировались две группы инвесторов: финансовые и проектные.

Для *финансовых инвесторов* паевой фонд казался окном в мир почти гарантированной доходности под управлением управляющей компании. Почти все «нулевые годы» управляющие компании поддерживали этот имидж, «оседлав» ценовой драйв на российском фондовом рынке и рынке недвижимости. Наибольшим инвестиционным спросом пользовались открытые ритейл-фонды, которые во многих случаях создавались под «плодотворные инвестиционные идеи» (например, фонды энергетических акций).

Для *проектных инвесторов* конструкция паевого фонда имела более прагматичное, утилитарное значение – возможность снижения долговой нагрузки. Длительное время ПИФы казались идеальным способом упаковки девелоперских бизнесов, который освобождал не только от налога на прибыль, но и от налога на добавленную стоимость, налогов на имущество, землю и т. д. По мере освобождения от этих иллюзий интерес к формату ПИФа у подобных инвесторов снижался, особенно на фоне высоких постоянных издержек содержания инфраструктуры фонда (управляющая компания, специализированный депозитарий, оценщик, аудитор). Избыточность издержек для контролирующих инвесторов усиливалась тем, что именно в их руках, а не в руках управляющей компании оставались функции инициации и фактической реализации проекта.

II. Повышение разнообразия. Неизбежное исчерпание потенциала недооцененности отечественного фондового рынка активизировало поиск новых резервов привлечения инвестиционного капитала на рынок коллективных инвестиций или, по меньшей мере, стабилизацию его оттока. Таким резервом, по мнению профессионального сообщества, должно было стать расширение доступных инструментов инвестирования. В результате появились категории: индексный фонд, фонд фондов, фонд товарного рынка. В формате закрытого фонда предлагались категории ипотечного фонда, фонда художественных ценностей, рентного фонда. Дальнейшее расширение разнообразия неизбежно выводило индустрию коллективного инвестирования в зону повышенных рисков и совершенно логично в оборот было введено понятие «квалифицированный инвестор». Именно для квалифицированных инвесторов создаются фонды прямых инвестиций, долгосрочных прямых инвестиций, особо рискованных (венчурных) инвестиций, кредитных и хедж-фондов.

Повторим, что расширение разнообразия категорий фондов воспринималось изначально как синоним расширения инвестиционных возможностей индустрии коллективного инвестирования. Однако в этом допущении скрывалась логическая системная ошибка. Каждая новая категория фондов действительно открывала новый класс инструментов инвестирования, сегмент инвестиционного рынка, но ... прописываемые требования по составу и структуре активов для данной категории неизбежно ограничивали возможности параллельного или даже последовательного во времени инвестирования в другие, доступные для данной группы инвесторов инструменты. В результате возникшая пестрота инвестиционных возможностей для квалифицированных инвесторов была внешней и обманчивой.

Достаточно быстро это осознание пришло и к управляющим компаниям. Практически за десятилетие для квалифицированных инвесторов сформированы и продолжают существовать, например, 13 хедж-фондов и 37 венчурных фондов, что составляет соответственно менее 2% и чуть более 5% общего числа фондов¹, предназначенных для данной группы инвесторов. Для сравнения, в «традиционной» категории фондов недвижимости по-прежнему существуют свыше 400 ПИФов².

Расширение разнообразия категорий фондов не привело к оживлению индустрии ПИФов, ориентированных на неквалифицированных инвесторов. Например, за тот же период времени сформированы два ипотечных фонда, один фонд товарного рынка, один фонд фондов и ни одного фонда облигаций, паи которых могут размещаться среди неограниченного круга инвесторов. Несколько лучше обстоят дела с категорией «индексный фонд акций». Сейчас продолжают работать 17 подобных фондов с совокупной величиной стоимости чистых активов (СЧА) свыше 2,5 млрд р. Можно высказать предположение, что демонстрируемое разнообразие категорий фондов для неквалифицированных инвесторов стало для них абсолютно избыточным. Дело в том, что сам по себе сложный и пугающий процесс перемещения средств с привычного банковского депозита (или «из-под матраса») в руки управляющей компании на непонятный фондовый рынок осложнялся еще и выбором категории. Данный выбор не помогал ответить на два основных вопроса такого инвестора: «В чем гарантии возвратности средств (ликвидность) и где относительно гарантированная доходность выше, чем по депозиту?»

III. Дифференциация. Начало данному этапу положило Указание Банка России от 5 сентября 2016 г. № 4129-У «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов». Идеология данного документа направлена на решение двух, на первый взгляд, противоположных задач:

1. Размыть большинство устаревших и избыточных границ, возведенных различными категориями фондов – вместо прежних 16 категорий остаются три: фонд финансовых инструментов, фонд недвижимости, комбинированный фонд. В этой связи можно согласиться с мнением, что «...предлагаемые принципы классификации ПИФов напоминают развиваемый ранее банком России инструмент ОФБУ...» [2]. Тем более, что одним из преимуществ Общих фондов банковского управления (ОФБУ) перед ПИФами действительно была большая инвестиционная гибкость.

2. Обозначить более четкий водораздел по линии «квалифицированные – неквалифицированные инвесторы», сформировав такие требования к составу и структуре активов, которые в наибольшей степени отвечают интересам соответствующей группы инвесторов.

¹ В соответствии с законодательством, ПИФы для квалифицированных инвесторов освобождены от обязанности публичного раскрытия информации по величине стоимости чистых активов.

² Здесь и далее статистика по ПИФам приведена с сайта Национальной лиги управляющих (www.nlu.ru) по состоянию на 26 февраля 2017 г.

На второй задаче стоит остановиться более подробно и для начала на примере физических лиц сформулировать поведенческие портреты двух классов инвесторов¹.

Квалифицированные инвесторы:

1) обладают компетенциями, позволяющими осмысленно выбирать объект инвестирования; оценивать результат инвестирования; осуществлять корректирующие воздействия;

2) обладают капиталом, позволяющим косвенно подтвердить наличие компетенций («смог заработать»), легче перенести возможное негативное развитие событий (реализация «риска»), согласиться с пониженной ликвидностью.

Квалифицированные инвесторы рассчитывают получить инвестиционный результат выше бенчмарка как плату за компетенции; за принимаемый на себя риск; за пониженную ликвидность вложений.

Именно в этом направлении выстроен вектор изменения состава и структуры активов фондов для квалифицированных инвесторов (см. таблицу).

Наименьшие изменения претерпела такая категория, как «фонд недвижимости». Регулятор посчитал необходимым лишь исключить из состава активов акции и доли хозяйственных обществ. Все описанное оставшееся «разнообразие» фондов для квалифицированных инвесторов может быть «переупаковано» в две категории – фонд финансовых инструментов, если исключить доли хозяйственных обществ и драгоценные металлы, или комбинированный фонд, в котором допустимы любые активы, за исключением наличных денежных средств.

Неквалифицированные инвесторы не обладают ни соответствующими компетенциями, ни должным объемом капитала и именно поэтому с точки зрения законодателя заслуживают особой защиты от потери капитала и/или ликвидности вложений. Как следует из таблицы, избыточное разнообразие ПИФов для неквалифицированных инвесторов должно трансформироваться в две категории.

1. Фонд рыночных финансовых инструментов, в который могут входить практически все виды прежних фондов акций, облигаций, денежного рынка и т. д. при одном принципиальном ограничении – прозрачность и ликвидность (например, активы, допущенные к торгам на биржах, инвестиционные паи открытых ПИФов; депозиты и депозитные сертификаты кредитных организаций).

2. Фонд недвижимости, принципиальные изменения в котором направлены на повышение надежности и ликвидности вложений. Так, например, для нежилых помещений установлены ранее отсутствовавшие дополнительные требования к минимальной доле сданной в аренду площади за предыдущий календарный год (40%). Появилось и требование к оценщику, который определяет стоимость такого имущества в целях оценки стоимости чистых активов ПИФа (не менее 10 календарных лет опыта работы по оценке недвижимого имущества и выручка от этой деятельности в размере не менее 100 млн р.). Как пишет Л. Корнева, «...расширяя возможности для рынка ПИФов в целом, регулятор существенно повышает требования к одному из основных контрагентов закрытого ПИФа недвижимости, паи которого могут быть предложены неограниченному кругу лиц, – оценщику, чья деятельность и экспертное суждение напрямую влияют на стоимость активов и инвестиционного пая» [4].

Подводя некий итог, выразим уверенность в том, что выбранная на данном этапе развития индустрии паевых фондов стратегия дифференциации окажется верной.

Можно предположить, что рынок фондов для неквалифицированных инвесторов, наконец, получит давно назревшую точку роста в виде фондов с широкой

¹ Указание Банка России от 29 апреля 2015 г. № 3629-У «О признании лиц квалифицированными инвесторами и порядке ведения реестра лиц, признанных квалифицированными инвесторами».

**Соотношение категорий фондов после вступления в силу Указания Банка России от 5 сентября 2016 г. № 4129-У
«О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов»**

Прежняя категория ПИФа	Тип ПИФа	Тип инвестора	Новая категория, которой соответствует ПИФ прежней категории	Тип инвестора	Условие соответствия
Денежного рынка	Нет ограничений (О, И, З)	КИ, НКИ	Рыночных финансовых инструментов	НКИ	Останутся все виды активов, допускаемых прежними требованиями к составу активов ПИФ категории, но только допущенные к торгам
Облигаций					
Акций					
Смешанных инвестиций					
Товарного рынка					
Индексный					Без исключений
Фондов					Если исключить ипотечные сертификаты участия. Все виды активов, допускаемых прежними требованиями, сохраняются, но только допущенные к торгам
Ипотечный	3		Комбинированный	КИ	Без исключений
Художественных ценностей	3				
Рентный	3		Недвижимости	НКИ	Если исключить права аренды на недвижимое имущество, долговые инструменты (за исключением государственных ЦБ РФ), акции (пай) инвестиционных фондов
Недвижимости	3	НКИ			
Недвижимости		КИ	Недвижимости	КИ	Если исключить акции и доли хозяйственных обществ
Прямых инвестиций	3		Финансовых инструментов	КИ	Если исключить доли хозяйственных обществ
			Комбинированный		Без исключений
Долгосрочных прямых инвестиций	3		Финансовых инструментов		Если исключить доли хозяйственных обществ (права участия в иностранных организациях)
			Комбинированный		Без исключений
Особо рискованных (венчурных) инвестиций	3		Финансовых инструментов		Если исключить доли хозяйственных обществ
			Комбинированный		Без исключений
Кредитный	3		Комбинированный		Без исключений
			Финансовых инструментов		Если исключить драгоценные металлы
Хедж-фонд	И, 3		Комбинированный		Без исключений

Условные обозначения. Тип ПИФа: З – закрытый, И – интервальный, О – открытый; тип инвестора: КИ – квалифицированный инвестор, НКИ – неквалифицированный инвестор.

диверсификацией активов, соответствующей выбранному бенчмарку – ликвидных и с минимальными затратами на управление. По сути дела, речь идет о биржевых фондах ETF (exchange traded fund), индустрия которых в развитых странах и на эффективных рынках демонстрирует впечатляющие темпы роста. Подобные фонды в наибольшей степени понятны для рядового инвестора и одновременно защищают от негативных последствий решений (не всегда злонамеренных) управляющих компаний [5].

Второй точкой роста могут стать фонды недвижимости, которые в рамках нового регулирования перестанут быть «проектами девелоперов», с соответствующим конфликтом интересов. Подобные фонды могут стать аналогом американских розничных фондов недвижимости REIT (real estate investment trust) – организаций, «...которые посредством коллективных инвестиций (паев, долей) осуществляют покупку активов (объекты недвижимости или ипотечные ценные бумаги) и занимаются их управлением... Согласно американскому законодательству, к REIT предъявляются довольно жесткие требования, взамен фонды освобождаются от налога на прирост капитала. ... Это позволит избежать двойного налогообложения...» [9], а рядовому инвестору «выйти» на рынок недвижимости.

Интересные результаты могут возникнуть и на другом полюсе индустрии коллективных инвестиций – на рынке ПИФов для квалифицированных инвесторов. Сегмент фондов недвижимости вряд ли претерпит какие-либо существенные изменения, но зато можно рассчитывать на позитивные результаты в двух других категориях соответствующих фондов.

Во-первых, реально расширяются возможности инвестирования в финансовые инструменты и построения профессиональных стратегий, позволяющих как защищать активы, так и наращивать их при различных движениях рынка. Не исключено, что управляющим компаниям удастся научиться генерировать долгосрочную «положительную альфу» – превышение результата над бенчмарком.

Во-вторых, особые надежды возлагаются на принципиально новую категорию «комбинированный фонд». Абсолютная свобода состава и структуры активов по профессиональному консенсусу будут вновь мотивировать отечественных предпринимателей к «упаковке» своего бизнеса в формат паевого фонда, совершенно справедливо рассчитывая на инвестиционную льготу по налогу на прибыль. В результате «... можно предположить, что новое Положение о составе и структуре активов сделает рынок паевых инвестиционных фондов максимально разнообразным, наполненным уникальными проектами, реализация которых каждый раз будет требовать построения особой индивидуальной модели всех участвующих в них сторон» [4]. В какой-то мере можно будет говорить о противопоставлении «портфельной» и «проектной» моделей управления инвестиционными фондами [8]. «Проектная» предпринимательская модель инвестиционного фонда, которая может реинкарнироваться в формат комбинированного фонда, потребует переосмысления роли и места практически всех участников инфраструктуры ПИФа. Например, управляющей компании, которая в данном случае менее самостоятельна в вопросах управления, но становится ключевым «переводчиком» предпринимательской бизнес-идеи на язык состава, структуры активов, операций с данными активами или специализированного «депозитария», придется столкнуться с проблемой ответственности за сохранность разнообразных и весьма специфических активов.

Развитие моделей корпоративного управления в российских паевых инвестиционных фондах

Все сказанное выше позволяет оценить влияние новых требований к составу и структуре активов паевых фондов на формирование и дальнейшее развитие соответствующих моделей корпоративного управления (см. рисунок).

		Характер инвестиционного рынка	
		Ликвидный (эффективный)	Неликвидный (неэффективный)
Характер управления активами	Предпринимательское (создание новых активов)		Проектная модель
	Активное (поиск оптимальной комбинации активов)	Аутсайдерская модель	Инсайдерская модель
	Пассивное (повторение рыночной структуры активов)	Модель индексного фонда	
		Неквалифицированные	Квалифицированные
		Инвесторы	

Базовые модели корпоративного управления в инвестиционных фондах в зависимости от характера инвестиционного рынка и категории инвесторов

Как видим, в основе лежат все те же базовые модели корпоративного управления: аутсайдерская и инсайдерская. Законодательные изменения лишь сделали позиционирование этих моделей более выпуклым и очевидным.

Аутсайдерская модель корпоративного управления формируется в паевых фондах, предназначенных для неквалифицированных инвесторов, которые ориентированы (как и требует законодательство) на ликвидные рыночные инструменты, в том числе ликвидную недвижимость. Управляющая компания в данной модели играет ключевую роль, поскольку реализует активный подход к управлению активами – поиск оптимальных комбинаций активов на основе более или менее уникальных методик принятия решений и алгоритмов [13; 19]. Основным механизмом снижения агентских издержек для данной модели становится рыночная оценка результатов в сравнении с бенчмарком или другими управляющими компаниями. Представляется оправданным то, что со временем логика развития оставит в данной нише исключительно открытые фонды или фонды с обязательным вторичным рынком.

Инсайдерская модель корпоративного управления, напротив, получает развитие в фондах для квалифицированных инвесторов, которым доступны низколиквидные инструменты и высокорисковые активы. Как уже отмечалось, данные инвесторы сознательно готовы идти на повышенный риск и пониженную ликвидность, но будут требовать от управляющей компании соответствующего уровня ожидаемой доходности. Разумеется, в данной модели заложен потенциальный конфликт интересов и оценок управляющей компании, реализующей активные стратегии управления активами, с оценками квалифицированных инвесторов. В то же время инсайдерская модель содержит в себе базовые рецепты разрешения данных конфликтов: пониженная активность обращения паев, внутренние механизмы согласования интересов и уровня рисков (инвестиционные комитеты, одобрение сделок и т. д.). Естественно, что это определяет большую «камерность» или «закрытость» данной модели.

На рисунке выделены еще две модели, которые в силу их специфичности не могут быть отнесены к базовым: модель «индексного фонда» и «проектная» модель. Указанные модели уже выделялись при рассмотрении новых требований к составу и структуре активов как интересные точки роста индустрии отечественных фондов. Осталось проанализировать их особое положение с позиций корпоративного управления.

Модель «индексного» фонда ориентирована на неквалифицированных инвесторов и априори предполагает *пассивное управление* путем повторения рыночной структуры активов (выбранного индекса). Широкая диверсификация активов исключает специфический риск, в том числе управляющей компании, и гарантирует доходность (положительную или отрицательную) выбранного бенчмарка¹. Если речь идет о так называемом фонде ETF, то к перечисленному стоит отнести и практически абсолютную ликвидность вложений инвесторов. При всем этом отсутствует классическая проблема корпоративного управления – конфликт неквалифицированных инвесторов и менеджеров. Последние в лице управляющей компании лишь механически повторяют изменения индекса (как записано в Правилах фонда), что исключает всякие проявления оппортунизма. С некоторым допущением данную модель взаимоотношений принципалов и агентов можно считать примером идеального (полного) контракта [3].

«Проектная» модель (предпринимательская) в классификации паевых фондов, скорее всего, будет реализовываться в рамках категории «комбинированный фонд», который предназначен для квалифицированных инвесторов. Практически полное отсутствие ограничений по составу активов для данной категории фондов неизбежно будет подталкивать к предпринимательскому характеру управления активами (см. рисунок), т. е. к созданию новых активов (бизнесов) и «упаковке» их в формат инвестиционного фонда. Если это предположение окажется верным, то ключевой фигурой в данной модели фонда будет инвестор-предприниматель, а управляющая компания практически наверняка будет обеспечивать технические функции, наряду с другими элементами инфраструктуры (специализированный депозитарий, оценщик, аудитор). Не умаляя этой роли, отметим, что и в этом случае конфликт по линии «контролирующий инвестор – менеджмент» отсутствует. Впрочем, остаются теоретические возможности конфликта по линии «контролирующий инвестор – квалифицированные миноритарные инвесторы», но его реализация вряд ли возможна, так как квалифицированные инвесторы скорее всего не будут спонсорами чужих предпринимательских проектов.

Заключение

Представленный анализ индустрии инвестиционных фондов с точки зрения корпоративного управления позволяет сформулировать следующие предположения и выводы.

Инвестиционные фонды можно рассматривать как своеобразные «инвестиционные корпорации», для которых актуальны проблемы корпоративного управления – обеспечение эффективного взаимодействия участников корпорации (инвесторы) и ее менеджмента (управляющая компания). Эффективность данного взаимодействия определяется выбором соответствующей модели корпоративного управления (аутсайдерской или инсайдерской).

Показаны условия эффективного применения данных моделей:

- аутсайдерская – для неквалифицированных инвесторов и при формировании инвестиционного портфеля на эффективном и ликвидном рынке активов;

¹ Формирование портфеля активов в полном соответствии с множеством элементов, составляющих выбранную «систему» (тот или иной фондовый индекс), неизбежно снижает уровень риска портфеля до уровня риска системы (индекса). Этот же стандартный механизм формирования конкретного индексного портфеля не может привести к различным результатам даже при управлении разными управляющими компаниями. Проще говоря, риск «непрофессионального управляющего» отсутствует.

- инсайдерская – для квалифицированных инвесторов, когда формирование инвестиционного портфеля осуществляется на рынке со слабой эффективностью и низкой ликвидностью.

В рамках новой типологии инвестиционных фондов, предложенной Банком России, дополнительно выделены модели, в которых скорее всего будет отсутствовать классическая (агентская) проблема корпоративного управления:

- модель индексного фонда;
- проектная модель фонда.

Выделение базовых моделей корпоративного управления в инвестиционных фондах создает новую методологическую основу для решения следующих классических задач коллективного инвестирования:

- формирование оптимального инвестиционного портфеля;
- подбор оптимального состава и структуры инвесторов.

Источники

1. Абрамов Е. А. Инвестиционные фонды: доходность и риски, стратегии управления портфелем, объекты инвестирования в России. М. : Альпина Бизнес Букс, 2005.

2. Гомин А., Стукалов С. Перестройка деятельности управляющих компаний // Рынок ценных бумаг. 2016. №9. С. 22–24.

3. Измалков С., Сонин К. Основы теории контрактов (Нобелевская премия по экономике 2016 года – Оливер Харт и Бенгт Хольмстрем) // Вопросы экономики. 2017. № 1. С. 5–21.

4. Корнеева Л. Новые требования к составу и структуре активов паевых инвестиционных фондов согласно указанию Банка России от 5 сентября 2016 г. № 4129-У // Рынок ценных бумаг. 2016. № 10. С. 15–18.

5. Крейндель В. Рынок открытых фондов в России: будет ли развитие? // Рынок ценных бумаг. 2015. №9. С. 17–19.

6. Мецгер А. А. Зарубежный опыт формирования модели корпоративного управления в инвестиционных фондах // Вестник Гуманитарного университета. 2013. № 2 (2). С. 36–45.

7. Мецгер А. А. Модели корпоративного управления с точки зрения внутренних транзакционных издержек // Вестник Гуманитарного университета. 2013. № 1 (1). С. 64–69.

8. Мецгер А. А., Дружинина Е. И. Институт квалифицированного инвестора как элемент корпоративного управления инвестиционным фондом // Вестник Гуманитарного университета. 2014. № 3 (6). С. 10–19.

9. Михайлов Н. Опыт инвестирования в условиях кризиса: американские REIT // Рынок ценных бумаг. 2015. № 4. С. 42–44.

10. Шалина О. И. Инвестиционные фонды в России: факторы и перспективы развития // Экономика и управление. 2009. № 6. С. 99–103.

11. Шаститко А. Е. Методологии институциональных исследований (к 80-летию статьи Рональда Коуза «Природа фирмы») // Вопросы экономики. 2016. № 8. С. 96–119.

12. Andreu L., Puetz A. Choosing Two Business Degrees versus Choosing One: What Does It Tell about Mutual Fund Managers' Investment Behavior? // Journal of Business Research. 2017. Vol. 75. P. 138–146. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.02.014>.

13. Appel I. R., Gormley T. A., Keim D. B. Passive Investors, not Passive Owners // Journal of Financial Economics. 2016. Vol. 121. Issue 1. P. 111–141. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.03.003>.

14. Chen J., Hong H. G., Jiang W., Kubik J. D. Outsourcing Mutual Fund Management: Firm Boundaries, Incentives and Performance // Journal of Finance. 2012. Vol. 68. Issue 2. P. 523–558. DOI: 10.2139/ssrn.891573.

15. Ferris S. P., Yan X. S. Do Independent Directors and Chairmen Matter? The Role of Boards of Directors in Mutual Fund Governance // Journal of Corporate Finance. 2007. Vol. 13. Issues 2–3. P. 392–420. DOI: 10.2139/ssrn.681526.
16. Gottesman A., Morey M. Mutual Fund Corporate Culture and Performance // Review of Financial Economics. 2012. Vol. 21. Issue 2. P. 69–81. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2012.03.003>.
17. Hornstein A. S., Hounsell J. Managerial Investment in Mutual Funds: Determinants and Performance Implications // Journal of Economics and Business. 2016. Vol. 87. P. 18–34. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2016.05.002>.
18. Khorana A., Servaes H., Wedge L. Portfolio Manager Ownership and Fund Performance // Journal of Financial Economics. 2007. Vol. 85. Issue 1. P.179–204. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.08.001>.
19. Kurniawan M., How J., Verhoeven P. Fund Governance and Style Drift // Pacific-Basin Finance Journal. 2016. Vol. 40. P. 59–72. DOI: 10.1016/j.pacfin.2016.08.006.
20. Renneboog L, Horst J. T., Zhang C. Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance and Investor Behavior // Journal of Banking & Finance. 2008. Vol. 32. Issue 9. P. 1723–1742. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2007.12.039.

Models of Corporate Governance in Investment Funds and Requirements to their Asset Structure

by Alexander A. Metzger

The problem of corporate governance in investment funds is studied in the context of O. Williamson's theory of transaction-specific assets. Investment funds are regarded as investment corporations, for which the models of classical corporate governance can be applied. The paper outlines the conditions for efficient use of outsider and insider corporate governance models. It shows current specificity of state regulation of corporate governance issues in investment funds at the example of evolution of requirements to asset composition and structure of Russian investment funds. In addition, the author examines new requirements to assets composition and structure for mutual investment funds and specifies corporate governance models for funds of qualified investors and funds of unqualified investors. Finally, corporate governance models of exchange-traded fund and project fund are identified.

Keywords: investment fund; model of corporate governance; asset composition and structure; asset management company; qualified investors; transaction costs; efficient market; market fund; portfolio fund model; project fund model.

References:

1. Abramov Ye. A. *Investitsionnye fondy: dokhodnost' i riski, strategii upravleniya portfelem, obyekty investirovaniya v Rossii* [Investment funds: profitability and risks, portfolio management strategies, investment projects in Russia]. Moscow: Alpina Biznes Buks Publ., 2005.
2. Gomin A., Stukalov S. Perestroyka deyatel'nosti upravlyayushchikh kompaniy [Restructuring of the activity of management companies]. *Rynok tsennykh bumag – Securities Market*, 2016, no. 9, pp. 22–24.
3. Izmalkov S., Sonin K. Osnovy teorii kontraktov (Nobelevskaya premiya po ekonomike 2016 goda – Oliver Khart i Bengt Kholmstrem) [Fundamentals of the theory of contracts (Nobel Prize for the Economy in 2016 - Oliver Hart and Bengt Holmström)]. *Voprosy ekonomiki – The Issues of Economics*, 2017, no. 1, pp. 5–21.
4. Korneeva L. Novye trebovaniya k sostavu i strukture aktivov paevykh investitsionnykh fondov soglasno ukazaniyu Banka Rossii ot 5 sentyabrya 2016 g. no.4129-U [New requirements for the composition and structure of the assets of mutual investment funds in accordance with the guidelines of the Bank

of Russia of September 5, 2016 no. 4129-U]. *Rynok tsennykh bumag – Securities Market*, 2016, no.10, pp. 15–18.

5. Kreyndel V. Rynok otkrytykh fondov v Rossii: budet li razvitiye? [The market of open-end funds in Russia: will there be development?]. *Rynok tsennykh bumag – Securities Market*, 2015, no. 9, pp. 17–19.

6. Metzger A. A. Zarubezhnyy opyt formirovaniya modeli korporativnogo upravleniya v investitsionnykh fondakh [Foreign experience of forming a model of corporate governance in investment funds]. *Vestnik Gumanitarnogo universiteta – Bulletin of Humanities University*, 2013, no. 2 (2), pp. 36–45.

7. Metzger A. A. Modeli korporativnogo upravleniya s tochki zreniya vnutrennikh transaktsionnykh izderzhkek [Models of corporate governance from the viewpoint of internal transaction costs]. *Vestnik Gumanitarnogo universiteta – Bulletin of Humanities University*, 2013, no. 1 (1), pp. 64–69.

8. Metzger A. A., Druzhinina Ye. I. Institut kvalifitsirovannogo investora kak element korporativnogo upravleniya investitsionnym fondom [Institution of qualified investor as an element of corporate governance of the investment fund]. *Vestnik Gumanitarnogo universiteta – Bulletin of Humanities University*, 2014, no. 3 (6), pp. 10–19.

9. Mikhaylov N. Opyt investirovaniya v usloviyakh krizisa: amerikanskii REIT [Experience of investing in a crisis: American REITs]. *Rynok tsennykh bumag – Securities Market*, 2015, no. 4, pp. 42–44.

10. Shalina O. I. Investitsionnye fondy v Rossii: faktory i perspektivy razvitiya [Investment funds in Russia: Factors and prospects of development]. *Ekonomika i upravlenie – Economics and management*, 2009, no. 6, pp. 99–103.

11. Shastitko A. Ye. Metodologii institutsional'nykh issledovaniy (k 80-letiyu stat'i Ronalda Kouza "Priroda firmy") [Methodology of institutional research (on the 80th anniversary of Ronald Coase's article "The Nature of the Firm")]. *Voprosy ekonomiki – The Issues of Economics*, 2016, no. 8, pp. 96–119.

12. Andreu L., Puetz A. Choosing Two Business Degrees versus Choosing One: What Does It Tell about Mutual Fund Managers' Investment Behavior? *Journal of Business Research*, 2017, vol. 75, pp. 138–146. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.02.014>.

13. Appel I. R., Gormley T. A., Keim D. B. Passive Investors, not Passive Owners. *Journal of Financial Economics*, 2016, vol. 121, issue 1, pp. 111–141. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.03.003>.

14. Chen J., Hong H. G., Jiang W., Kubik J. D. Outsourcing Mutual Fund Management: Firm Boundaries, Incentives and Performance. *Journal of Finance*, 2012, vol. 68, issue 2, pp. 523–558. DOI: 10.2139/ssrn.891573.

15. Ferris S. P., Yan X. S. Do Independent Directors and Chairmen Matter? The Role of Boards of Directors in Mutual Fund Governance. *Journal of Corporate Finance*, 2007, vol. 13, issues 2–3, pp. 392–420. DOI: 10.2139/ssrn.681526.

16. Gottesman A., Morey M. Mutual Fund Corporate Culture and Performance. *Review of Financial Economics*, 2012, vol. 21, issue 2, pp. 69–81. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2012.03.003>.

17. Hornstein A. S., Hounsell J. Managerial Investment in Mutual Funds: Determinants and Performance Implications. *Journal of Economics and Business*, 2016, vol. 87, pp. 18–34. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2016.05.002>.

18. Khorana A., Servaes H., Wedge L. Portfolio Manager Ownership and Fund Performance. *Journal of Financial Economics*, 2007, vol. 85, issue 1, pp. 179–204. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.08.001>.

19. Kurniawan M., How J., Verhoeven P. Fund Governance and Style Drift. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2016, vol. 40, pp. 59–72. DOI: 10.1016/j.pacfin.2016.08.006.

20. Renneboog L., Horst J. T., Zhang C. Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance and Investor Behavior. *Journal of Banking & Finance*, 2008, vol. 32, issue 9, pp. 1723–1742. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2007.12.039.

Contact Info:

Aleksandr A. Metzger, Cand. Sc. (Eng.), General Director
Phone: (343) 341-56-61
e-mail: metzger@azkapital.ru

ZAO "Upravlyayushchaya companya"
15 Tramvayny Lane, Yekaterinburg, Russia,
620041

Ссылка для цитирования:

Метцгер А. А. Модели корпоративного управления в инвестиционных фондах и требования к структуре их активов // Известия Уральского государственного экономического университета. 2017. № 3 (71). С. 53–65.

For citation:

Metzger A. A. Modeli korporativnogo upravleniya v investitsionnykh fondakh i trebovaniya k strukture ikh aktivov [Models of corporate governance in investment funds and requirements to their asset structure]. *Izvestiya Uralskogo gosudarstvennogo ekonomicheskogo universiteta – Journal of the Ural State University of Economics*, 2017, no. 3 (71), pp. 53–65.