
УДК 330.322

Мецгер Александр Альбертович

канд. техн. наук, генеральный директор
ЗАО «Управляющая компания»
(г. Екатеринбург)
E-mail: metzger@azkapital.utk.ru

Metzger Alexander Al'bertovich

Candidate of Engineering, Director General,
ZAO «Upravlyayuschaya companya»
(Ekaterinburg)

**ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ
ФОРМИРОВАНИЯ МОДЕЛИ
КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ
В ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДАХ**

**FOREIGN EXPERIENCE
IN FORMING A CORPORATE
GOVERNANCE MODEL
IN INVESTMENT FUNDS**

Аннотация

Рассматриваются вопросы организации корпоративного управления в инвестиционных фондах. Выделены основные подходы, реализуемые в зарубежной практике для эффективного взаимодействия основных участников инвестиционного процесса. Описан механизм реализации каждого из подходов, и высказано предположение о формировании различных моделей корпоративного управления инвестиционными фондами в зависимости от ключевых условий их создания и функционирования. Показано системное единство традиционного корпоративного управления *Corporate Governance* и соответствующего управления в инвестиционных фондах *Fund Governance*. Определены границы аутсайдерской, инсайдерской моделей корпоративного управления применительно к индустрии инвестиционных фондов.

Ключевые слова: инвестиционный фонд; корпоративное управление; модель корпоративного управления; оппортунизм; трансакционные издержки; инсайдерская модель; аутсайдерская модель; бенчмарк; традиционные рынки; альтернативные инвестиции.

Abstract

The publication examines the problem of corporate governance in investment funds. Main approaches used in foreign practice are investigated for effective interaction between the principal participants of the investment process. The author describes the mechanism of each approach and suggests that the formation of different corporate governance models of investment funds depends on key conditions for their establishment and functioning. The systemic unity of traditional *Corporate Governance* and corresponding *Fund Governance* is shown. The outsider and insider corporate governance models limitations applied to the investment fund industry are determined.

Keywords: investment fund; corporate governance; corporate governance model; opportunism; transaction costs; insider model; outsider model; benchmark; traditional markets; alternative investments.

Корпоративное управление (*Corporate Governance*) уже достаточно давно перестало быть «модной» темой экономических и управленческих исследований, предметом околонучных спекуляций и спекулятивного создания стоимости. Практика показала, что адекватные конкретным социально-экономическим условиям практики корпоративного управления обеспечивают существенное конкурентное преимущество конкретному бизнесу наряду с такими аспектами его функционирования, как маркетинг, финансовая и инвестиционная политика и т. д.

Важно отметить, что эволюция категории корпоративного управления не есть простая смена одних подходов или моделей другими, более изощренными или бо-

лее полными. Точно так же вызывает сомнение и популярный в свое время тезис о конвергенции различных моделей корпоративного управления на базе процессов глобализации и унификации социальных и экономических предпосылок. Сохраняющееся разнообразие этих предпосылок, задач и проблем, стоящих перед конкретными бизнесами, определяет корпоративное управление как достаточно широкую категорию. В наиболее общем случае ее можно охарактеризовать как *систему механизмов управления и контроля, принятия управленческих решений, которые позволяют преодолеть проблемы объединения участников предпринимательской деятельности и их взаимоотношения с внешней средой с целью максимизации положительных эффектов данного объединения* [1]. Разумеется, подобное определение задает лишь самый общий вектор анализа. Однако данный анализ в конкретных условиях получает свою реализацию в соответствующих практиках, методиках и моделях. Например, *аутсайдерская модель* корпоративного управления выдвигает на первый план агентскую проблему, которая актуальна в условиях традиционной рыночной экономики, когда корпорация может быть представлена как объединение капиталов инвесторов (*stockholders*) под управлением менеджмента компании. В условиях смешанной, переходной экономики понятие «корпорация» существенно меняет свою природу и становится уже, скорее, сложным социально-экономическим явлением. В этом случае базовая проблема корпоративного управления разрешается в рамках *инсайдерской модели*, направленной на поиск механизмов, обеспечивающих согласование интересов широкого круга участников и заинтересованных лиц корпорации (*stakeholders*).

Подобная трактовка корпоративного управления не только устраняет методологические проблемы и противоречия различных подходов, но и открывает новые классы экономических субъектов, для осмысления в понятиях и терминах корпоративного управления. Для примера можно привести такую категорию, как «*семейное предприятие*». Подобные предприятия еще относительно недавно даже в западной теории трактовались как некие эмбрионы будущих корпораций, не вовлеченных в рынки капитала, с неразвитой системой управления, которым еще только предстоит выйти на уровень настоящего корпоративного управления. Сегодня семейный бизнес в развитых экономиках активно использует часть элементов «взрослого» корпоративного управления и формирует адекватные своей специфике практики и модели [2].

Аналогичным образом идет осмысление и развитие вопросов корпоративного управления в таком классе экономических субъектов, как «*инвестиционный фонд*». На первый взгляд модель инвестиционного фонда представляет собой образ классической корпорации, в которой происходит объединение капиталов инвесторов, которые, в свою очередь, передаются в управление профессиональным менеджером (управляющая компания, управляющий). Аналогия с классической корпорацией будет окончательно полной, если представить инвестиционные операции данного фонда как специфическую, но вполне понятную деятельность по созданию дополнительной стоимости для владельцев данной корпорации (инвесторов фонда). Передача активов в управление менеджменту фонда, пассивная роль инвесторов – все это выдвигает на первый план хорошо знакомую проблему «принципал – агент». Иными словами, в отсутствие механизмов должного контроля неограниченно растут прямые и косвенные издержки, связанные с *оппортунизмом менеджмента* инвестиционного фонда (вознаграждение, неэффективные инвестиционные решения и т. д.). Указанная проблема достаточно просто разрешается в случаях, когда инвестиционный фонд формируется и реализует свою деятельность в условиях развитого рынка. В самом общем случае это сводится 1) к осуществлению инвестиционных операций на рынке с минимальным уровнем трансакционных издержек, а также 2) к минимальному уровню трансакционных из-

держек «входа» инвесторов в данную «корпорацию» или выхода из нее. Рассмотрим эти аспекты более подробно.

Развитый рынок инвестиционных операций (например, биржа) не только позволяет снижать издержки по совершению сделок, но и – самое главное – представляет действенный механизм достоверного отражения эффективности подобного рода сделок. В наиболее простом случае происходит почти мгновенная переоценка стоимости активов инвестиционного фонда, которая даже для самого неискушенного инвестора является вполне понятной оценкой эффективности управления его активами со стороны управляющей компании.

Вторым аспектом являются низкие транзакционные издержки входа и выхода инвесторов фонда. В простейшем случае это означает, что инвесторы могут в любой момент как приобрести ценные бумаги фонда, так и предъявить их к выкупу, в обоих случаях по их объективной текущей стоимости.

В этих условиях мы получаем практически идеальные условия для реализации **аутсайдерской модели** корпоративного управления, в которой ключевую роль играют механизмы обратной связи *рыночных процессов*. Рыночная привлекательность инвестиционного фонда в глазах инвесторов есть не что иное, как доходность инвестиционных операций за вычетом издержек менеджмента. Причем важна даже не столько сама величина этой доходности, сколько ее сравнение с *бенчмарком*. В качестве последнего инвестор, как правило, рассматривает некий интегральный показатель рынка, на котором осуществляет свою деятельность и который он может обеспечить самостоятельно, не становясь участником инвестиционного фонда и не оплачивая тем самым услуги его управляющей компании. Если вновь представить себе, что инвестиционный фонд осуществляет свою деятельность на хорошо организованном рынке (например, через механизм биржи), то логично предположить, что инвестор имеет возможность определения т. н. «альфы» – количественного показателя, характеризующего доходность своих вложений в инвестиционный фонд (за вычетом издержек управления) по сравнению с доходностью соответствующего биржевого индекса. Методологическое значение «коэффициента альфа» состоит, таким образом, в возможности объективной оценки реального профессионализма управляющего, адекватности уровня затрат за выполнение им своих функций как агента. Отрицательная «альфа» или меньшая по ее значению в конкретном фонде по сравнению с аналогичными инвестиционными фондами запускает механизм «голосования ногами»: инвесторы выходят из данной неэффективной корпорации. С этой точки зрения совершенно понятно, что подобный механизм мотивирует управляющие компании совершенствовать процессы принятия инвестиционных решений, снижать уровень своего вознаграждения, что на практике означает решение данной моделью корпоративного управления своей основной задачи.

Разумеется, важными элементами аутсайдерского варианта модели корпоративного управления являются и элементы внешнего регулирования со стороны государственных органов, различного рода саморегулируемых организаций (регламентация требований к управляющим, жесткое регулирование раскрытия информации и пр.). Тем не менее стоит отметить, что данные механизмы по своей сути сводятся к сокращению возможностей искажения рыночных сигналов, которые позволяют инвесторам, в первую очередь рядовым и неискушенным, принимать взвешенные решения по поводу входа в данные инвестиционные корпорации.

Интересно в этой связи рассмотреть модель корпоративного управления чрезвычайно популярного в последние годы рынка *индексных фондов* и фондов *ETF*¹. В случае фонда *ETF* управляющая компания жестко определяет свою инвестиционную деятельность как формирование инвестиционного портфеля фонда в строгом соответствии с выбранным бенчмарком. Как уже отмечалось выше, подобный бенчмарк проще всего формализовать на основе развитого рынка биржевой торговли, когда он будет представлять собой не что иное, как совокупность инвестиционных активов, составляющих конкретный биржевой индекс. В результате управляющая компания может ограничиться пассивным управлением, состоящим лишь в относительно редких транзакциях, вызванных изменениями в структуре выбранного индекса. Иными словами, в данной модели изначально исключается сама возможность возникновения агентской проблемы со стороны управляющей компании фонда. Дело в том, что в этом случае отсутствует необходимость оценки деятельности управляющего через сравнение с бенчмарком, запуска механизма «голосования ногами» для снижения издержек управления: инвестор изначально получает желаемый результат – инвестирование посредством соответствующего фонда в выбранный рынок во всем его разнообразии. Разумеется, подобный формат фонда не позволяет инвестору рассчитывать на доходность выше, чем доходность соответствующего рынка. Однако эта доходность и не будет ниже доходности бенчмарка! А это само по себе серьезное преимущество подобных фондов. Дело в том, что многочисленные исследования последних лет убедительно доказывают тот факт, что профессиональные управляющие фондами лишь за очень редким исключением могут демонстрировать положительную альфу на протяжении достаточно длительного времени². Те небольшие издержки, которые несут инвесторы стандартного фонда *ETF*, многократно ниже альтернативных издержек транзакций при самостоятельном формировании аналогичного инвестиционного портфеля³, а для рядового инвестора эти издержки попросту являются запретительными.

Вышеизложенное наводит на мысль, что модель корпоративного управления в инвестиционных фондах является даже более тривиальной, чем модель классической акционерной корпорации, действующей в условиях развитого рынка капитала. Однако это не так, и описанная модель характерна для многочисленного по своим объемам, но достаточно узкого по своей природе спектра инвестиционных фондов. Напомним, что это фонды, осуществляющие свою деятельность на прозрачных, с низким уровнем специфичности, эффективных рынках, которые в силу этого понятны и привлекательны (в том числе через фактор ликвидности) для

¹ *ETF* – инвестиционный фонд (от англ. *Exchange Traded Fund*), ценные бумаги которого обращаются на бирже. Как правило, управление фондом осуществляется пассивно, поскольку структура его инвестиционного портфеля повторяет структуру выбранного базового индекса. В отличие от индексного фонда – ценные бумаги *ETF* имеют абсолютную рыночную ликвидность. В России аналогом фондов *ETF* являются *биржевые ПИФы*.

² Данный вывод подтверждается, например, в работе [3], посвященной оценке эффективности активно управляемых инвестиционных фондов Германии. Анализ показывает, что на историческом горизонте в десять лет лишь 431 фонд (или 20,57 % от их общего числа) смог продемонстрировать положительный коэффициент альфа относительно своего бенчмарка с учетом издержек на управление. Коэффициент альфа примерно у половины фондов сосредоточен в диапазоне от 0 до -2 % относительно бенчмарка по уровню среднегодовой доходности. Аналогичные результаты оставшейся части фондов распределены в диапазоне от -2 до -6 % по среднегодовой доходности относительно бенчмарка.

³ Например, в Германии средний размер вознаграждения управляющих компаний фондов *ETF*, ориентированных на индексы акций, составляет лишь 0,15 % в год от средней стоимости активов фонда.

большей части рядовых неискушенных инвесторов. Индустрия инвестиционных фондов гораздо более разнообразна в силу двух базовых предпосылок:

- рынок инвестиционных возможностей значительно превышает рынки биржевой торговли,
- круг потенциальных инвесторов существенно выходит за рамки категории «инвестор "рядовой и неискушенный"».

Рассмотрим в первую очередь основные характеристики инвестиционного рынка, который не является биржевым, а значит, эффективным, прозрачным и т. д. С одной стороны, это означает повышенные инвестиционные риски, транзакционные издержки. С другой стороны, тот же рынок открывает возможности по формированию уникального инвестиционного результата. Эта ситуация в корне отличается от классических, тех же биржевых рынков, на которых прозрачность и доступность всей существенной информации позволяет в полной мере использовать практически всем без исключения экономическим агентам общедоступные приемы и методы инвестиционного анализа (фундаментальный и технический анализ, помноженный на доступность вычислительных и информационных систем). В этих условиях профессиональный управляющий вполне способен, обладая необходимыми компетенциями, в т. ч. по снижению транзакционных издержек данного рынка (инсайдерская информация, уникальная методика оценки инвестиционных проектов и т. д.), формировать «коэффициент альфа», далеко выходящий за аналогичные значения на традиционных рынках. Сразу приходится оговориться, что неизбежно возникают серьезные методологические проблемы с оценкой коэффициента альфа, поскольку нетрадиционность рынка, его закрытость затрудняют определение бенчмарка.

Описанная ситуация не может не привлекать инвесторов. Однако в силу понятных причин доступ на данный рынок законодательно ограничен практически повсеместно для неискушенных и рядовых инвесторов. Это вполне объяснимо с точки зрения государства, поскольку неискушенные инвесторы в своей массе не могут оценить соответствующий повышенный уровень риска, а их масса при неблагоприятном развитии событий может создать уже избыточные социально-экономические риски. В совершенно ином положении находятся т. н. *квалифицированные инвесторы*, которые способны не только оценить при определенных условиях уровень риска инвестирования, но и соотнести его с собственным допустимым уровнем. К подобным инвесторам в первую очередь можно отнести т. н. *институциональных инвесторов* – банки, страховые компании, пенсионные фонды, часть физических лиц, при соответствии определенным критериям по профессиональному опыту и/или объемам инвестиционных активов.

Формат инвестиционного фонда открывает для подобного рода инвесторов принципиально новые возможности снижения транзакционных издержек. Реализуя самостоятельно инвестирование на нетрадиционных рынках, подобный инвестор вынужден формировать с высоким уровнем затрат соответствующие собственные компетенции, причем эти затраты могут оказаться избыточными или даже ненужными при изменении рыночной ситуации, что характерно для оцениваемых рынков. Немаловажно и то обстоятельство, что инвестиционный фонд, как объединение капиталов, позволяет каждому из своих участников минимизировать соответствующие риски, а кроме того, в большинстве случаев и сам фонд реализует стратегию портфельного диверсифицированного инвестирования.

На практике к подобного рода фондам относятся фонды частных, не биржевых инвестиций, такие как *Private Equity Fonds*, среди которых можно выделить выкупные (*Buy-out*) и венчурные (*Venture Capital*) фонды, а также ряд других альтернативных форм инвестиций: фонды мезонинного финансирования (*Mezzanine*

fund), фонды инфраструктурных инвестиций, определенные фонды недвижимости и, разумеется, хедж-фонды (*Hedge fund*).

На первый взгляд конструкция инвестиционного фонда, который ориентирован на квалифицированных инвесторов и нетрадиционные рынки, не имеет принципиальных отличий от так называемых розничных фондов (ритейл-фонд), предназначенных для широких слоев инвесторов и осуществляющих свою деятельность преимущественно на эффективных, традиционных рынках. Тем не менее, это не так. В первую очередь остановимся на таком важном моменте, как отсутствие бенчмарка, который может служить ориентиром для оценки эффективности работы менеджмента фонда. Во-вторых, нетрадиционные рынки априори характеризуются низкой ликвидностью, подвержены искажающему влиянию как рыночных, так и нерыночных сигналов, реальные эффекты инвестиций формируются очень медленно, что дополнительно затрудняет оценку менеджмента, во всяком случае, на основе элементарных показателей, таких как доходность фонда за непродолжительный период времени. И наконец, в-третьих, специфика инвестиционного рынка неизбежно накладывает ограничения на возможность свободного входа и выхода инвесторов из данной корпорации («голосование ногами») – механизм корпоративного контроля, который с высокой эффективностью работает в условиях рыночных фондов и аутсайдерской модели. На практике большинство подобных фондов создается как закрытые или в таких организационно-правовых формах, которые затрудняют выход участников из инвестиционной корпорации.

В этих условиях неизбежно формируется принципиально иная модель разрешения основных проблем интеграции участников и заинтересованных лиц фонда. В этой модели основную роль играют уже не рыночные, внешние по отношению к корпорации механизмы, а механизмы внутреннего взаимодействия основных групп участников. Забегая несколько вперед, можно уже сейчас обозначить эту модель как определенный вариант «инсайдерской модели» корпоративного управления.

Несмотря на то что данная модель по своей природе направлена на согласование интересов различных групп участников корпоративных отношений, начнем с хорошо понятной и уже рассмотренной выше проблемы согласования интересов инвесторов фонда и его менеджмента, которая, как отмечалось выше, трактуется как проблема оппортунизма менеджмента, или снижения агентских издержек.

Разрешение данной проблемы осуществляется с учетом специфики организационно-правовой формы, которая характерна для рассматриваемых инвестиционных фондов. Поскольку данные фонды ориентированы, в первую очередь, на ограниченное число квалифицированных инвесторов, то в большинстве случаев они не имеют громоздкой формы акционерного общества (акционерной корпорации) и создаются в форме различного рода партнерств (в Германии – *Kommanditgesellschaft*, в США/Великобритании – *Delaware/UK limited partnership* и т. д.)⁴. Форма партнерства, с одной стороны, позволяет предоставить менеджменту необходимые и достаточно широкие полномочия по осуществлению инвестиционной деятельности, а с другой – фиксирует принципиально важное для инвесторов положение об ограниченной ответственности.

Отсутствие избыточных законодательных требований в данном случае расширяет инвестиционные возможности, снижает избыточные транзакционные издержки управления, но одновременно увеличивает угрозу издержек оппортунизма менеджмента, не связанного законодательными нормами, требованиями рынка капитала (например, биржи) по раскрытию информации, соблюдению прав инвесто-

⁴ Усилия по развитию аналогичного рынка с точки зрения законодательства предпринимаются и в России, см. [4].

ров и т. д. Все это многократно усиливается спецификой и непрозрачностью самого рынка, на котором осуществляется инвестиционная деятельность, отсутствием реальной возможности выхода инвестора из партнерства: вторичный рынок обращения долей участия в подобных обществах существует, как правило, лишь номинально.

Подобная ситуация формирует системные риски для всей индустрии фондов альтернативных инвестиций. Более того, масштаб данной индустрии, даже в части такой категории, как хедж-фонды, является критичным для мировой финансовой системы, что продемонстрировала острая фаза кризиса 2007–2008 гг. Одним из направлений по снижению подобного рода рисков стали усилия по совершенствованию процессов корпоративного управления в фондах альтернативных инвестиций. Роль лидера по обобщению лучших практик в данном направлении взяла на себя Ассоциация партнерств институциональных инвесторов (*Institutional Limited Partners Association – ILPA*) – некоммерческое объединение институциональных инвесторов, осуществляющих инвестиции на рынке *Private Equity Funds*⁵. Усилия данной ассоциации направлены, в первую очередь, на создание большей прозрачности при реализации договорных обязательств в рамках инвестиционных партнерств. При этом постоянно подчеркивается значимость дискуссии с менеджментом данных партнерств о создании предпосылок к долгосрочному и успешному развитию рынка данного рода фондов.

В сентябре 2009 года Ассоциация впервые опубликовала ряд положений и рекомендаций по корпоративному управлению в инвестиционных фондах (*Fund Governance for Private Equity Funds*) – т. н. «*ILPA Private Equity Principles*». В этих положениях отражены три основных принципа корпоративного управления для данной категории фондов:

- согласование интересов участников;
- защита инвесторов и
- прозрачность.

Опубликование данного документа совпало по времени с возрастанием критики менеджмента большей части инвестиционных фондов рынка *Private Equity*, вызванной кризисными процессами в мировой экономике и финансах. В силу этого положения, предлагаемые Ассоциацией, вызвали значительный благоприятный резонанс со стороны инвесторов, хотя менеджмент фондов по вполне понятным причинам усматривал в них отход от прежних стандартов классического рынка.

В январе 2011 года Ассоциация ILPA опубликовала переработанный вариант принципов – т. н. «*ILPA- Principles 2.0*» [5]. Новую редакцию документа отличает бóльшая детализация сформулированных ранее базовых принципов, в том числе с учетом критики со стороны представителей менеджмента инвестиционных фондов [6].

Согласование интересов и структура вознаграждения

Важнейший принцип – согласование интересов участников – находит свое отражение и в таком принципиальном вопросе, как структура вознаграждения управляющих фондом. Данная структура должна обеспечивать создание стимулов для успешного управления фондом и исключать формирование неверных и искажающих стимулов. Давая оценку компонентам вознаграждения менеджеров, Ассоциация ILPA подчеркивает значение переменной части вознаграждения, зависящей от величины инвестиционного результата. Фиксированная часть вознаграждения должна покрывать лишь возникающие затраты. Кроме этого, необходи-

⁵ В наши дни Ассоциация объединяет более 240 институциональных инвесторов, осуществляющих инвестиции на рынке *Private Equity* с совокупным объемом более 1 трлн долларов. (См. <http://ilpa.org/>).

мым условием является инвестирование собственных средств (от 1 до 3 % активов совокупных активов) менеджментом фонда. Угроза держать свои деньги «под огнем» вынуждает менеджеров более ответственно подходить к участию в рискованных инвестициях («*skin in the game*»). В то же время рекомендации не настаивают на раскрытии распределения вознаграждения внутри самой группы менеджеров, как это было в первой версии Принципов.

Менеджеры фондов получают долю (как правило, 20 %) от прибыли на капитал (*Carried Interest; Carry*), но отнюдь не в прямой пропорции. Уже *ILPA-Principles 1.0* предусматривали, что выплата *Carry* осуществляется лишь после того, как инвесторы, по истечении срока жизни фонда, не только вернули себе объем первоначальных инвестиций, но и получили определенную минимальную доходность (*hurdle rate*).

ILPA-Principles 2.0 учитывают, что многие американские фонды предусматривают выплату вознаграждений менеджменту по отдельным инвестиционным операциям (*deal-by-deal Carry*). В дальнейшем, при расчете совокупной эффективности деятельности фонда, может выявиться избыточность выплаченных вознаграждений. В данном случае со стороны менеджмента возникает обязательство выплаты отступных, или возвратных, платежей в пользу фонда (*Clawback*). Ассоциация ILPA рекомендует минимизировать данные переплаты и осуществлять выплату вознаграждения с определенными условиями. Например, с учетом всех, а не только связанных с конкретной операцией затрат, сборов, налогов и амортизационных отчислений.

Реализация отступных, или возвратных, платежей должна осуществляться своевременно на специальные счета (не менее 30 % от выплачиваемой суммы денежными средствами) и гарантироваться солидарной ответственностью менеджмента или аффилированной менеджменту компании.

Размер сбора за управление фондом (*Management Fee*) должен покрывать лишь фактические затраты и должен снижаться после окончания периода инвестирования. Возможные в дальнейшем доходы и консультационные вознаграждения, которые получает менеджмент от компаний, входящих в инвестиционный портфель, должны полностью зачисляться в счет сборов за управление (*fee offset*).

Соучастие менеджмента в инвестициях фонда (*Co-Investments*) не должно иметь селективного, выборочного характера – менеджмент должен инвестировать во все компании (бизнесы), в которые инвестирует и сам фонд.

Корпоративное управление и права инвесторов

Менеджмент несет исключительную ответственность за руководство инвестиционным фондом. В силу этого инвесторы должны извещаться об изменениях в персональном составе менеджмента. Выход определенного числа менеджеров из руководства фондом (*Key Person Event*) должен автоматически вести к приостановке его инвестиционной деятельности. Это должно обеспечивать сохранение декларируемой стратегии инвестирования (*no style drift*) и выдерживание структуры вложений.

При нарушении менеджментом взятых на себя обязательств (*cause*) инвесторы получают возможность простым большинством голосов отстранить руководство фонда от выполнения своих обязанностей или принять решение о сокращении срока жизни фонда. Более того, договор о создании фонда должен предоставлять инвесторам подобное право и без наличия факта нарушения менеджментом своих обязательств (*no fault-right*). Правда, при этом требуется несколько более квалифицированное большинство инвесторов: для прекращения инвестиционной деятельности фонда – $\frac{2}{3}$ голосов, а для отстранения менеджмента от руководства фондом или досрочного расформирования фонда – большинство в $\frac{3}{4}$.

Наряду с Общим собранием участников фонда, Ассоциация ILPA подчеркивает роль такого органа внутрикорпоративного контроля, как Совет инвесторов (инвестиционный совет). Ключевыми задачами совета должны являться рассмотре-

ние ситуаций возможного конфликта интересов и одобрение определенных инвестиционных трансакций.

Транспарентность

ILPA-Principles 2.0 в отличие от первоначальной редакции содержит важное дополнение (*Standardized Reporting Format*), которое определяет требования к содержанию отчетности, форматы запросов на дополнительное финансирование и сообщений о выплатах. Наряду с этим менеджмент обязан раскрывать все без исключения сборы и особые доходы, получаемые им в процессе управления фондом. В годовом отчете фонда должен присутствовать раздел, посвященный риск-менеджменту, как на уровне самого фонда, так и в разрезе компаний, входящих в его инвестиционный портфель.

В целом, Ассоциация *ILPA* подчеркивает, что предлагаемый подход к корпоративному управлению инвестиционными фондами не должен восприниматься как полный и закрытый перечень необходимых действий и условий. Более того, должны учитываться особенности каждого конкретного фонда, с приоритетом эволюционного развития, однако на основе базовых принципов: согласования интересов, соблюдения прав инвесторов и транспарентности.

Одним из действенных элементов модели корпоративного управления можно считать и различные форматы саморегулирования управляющих компаний инвестиционными фондами, в том числе фондами альтернативных инвестиций. В качестве примера европейской практики можно привести немецкий Союз закрытых инвестиционных фондов (*Verband Geschlossene Fonds e.V. – VGF*). Он объединяет инициаторов и управляющие компании закрытых инвестиционных фондов, с совокупным объемом активов свыше 140 млрд евро, что составляет свыше 70 процентов соответствующих немецких фондов. В своей деятельности союз ставит основной задачей разработку и внедрение норм и правил регулирования, которые наиболее эффективно обеспечивают взаимодействие основных участников инвестиционного процесса: инвесторов и управляющих фондами, компаний и бизнесов, в которые осуществляются инвестиции, регулирующих органов и т. д. Подобные правила и корпоративные стандарты позволяют минимизировать издержки осуществления инвестиционной деятельности, снижать риски, что в целом отвечает интересам как отдельных фондов, так и всей индустрии альтернативных инвестиций на национальном уровне.

Разумеется, развитие такой категории, как *Fund Governance*, не ограничивается развитием наднациональных стандартов (примером которого могут служить *ILPA-Principles*), национальных кодексов поведения, например, управляющих компаний. Параллельно идет процесс развития соответствующих национальных законодательств в части коллективных инвестиций и, более узко, в части определенных категорий инвестиционных фондов. В качестве примера можно привести Директиву Евросоюза 2011/61/EU «Об управляющих фондами альтернативных инвестиций», принятой Европарламентом в ноябре 2011 года [7]. Интересно отметить, что объектом регулирования по данной директиве являются инвестиционные фонды, которые *не подпадают* под регулирование другой директивой Евросоюза 85/611/EWG «О координации прав и требований при управлении организациями по совместному инвестированию в ценные бумаги»⁶. Таким образом, западная законодательная практика формирует различные подходы к регулированию рыночных фондов (ориентированных на рядовых инвесторов) и инвестици-

⁶ Официальные сокращенные названия директивы: нем. – *OGAW (Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren)*; фр. – *OPCVM (Organisme de placement collectif en valeurs mobilières)*; англ. – *UCITS (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities)*. См. [8].

онных фондов альтернативных инвестиций (ориентированных на квалифицированных и институциональных инвесторов).

Выводы. Развитие индустрии коллективных инвестиций, в том числе индустрии инвестиционных фондов, неизбежно выдвигает на первый план проблемы организации данных форм совместной экономической деятельности. Обобщаемые в категории *Fund Governance*, эти вопросы получают свое разрешение через создание соответствующих моделей взаимодействия основных участников и заинтересованных лиц инвестиционного процесса. При этом сохраняется методологическое родство рассматриваемой категории с категорией *Corporate Governance*, что, в свою очередь, дает основание говорить о существовании двух основных базовых моделей корпоративного управления в инвестиционных фондах:

- **аутсайдерской** – инвестиционные фонды, осуществляющие инвестиции на хорошо организованных и традиционных рынках и (именно поэтому) ориентированные на широкий круг рядовых неискушенных инвесторов;

- **инсайдерской** – инвестиционные фонды, реализующие инвестиции на альтернативных, менее эффективных и менее транспарентных, рынках, что определяет их ориентацию на институциональных или квалифицированных инвесторов.

Если в первом случае смыслом и содержанием модели управления является максимальное использование регулирующего воздействия рыночных механизмов, то инсайдерская модель естественным образом сосредоточивается на внутренних механизмах контроля и согласовании интересов различных участников.

Литература

1. Мецгер А. А., Первушина А. В. Корпоративное управление : учеб. пособие для вузов. – 2-е изд. перераб. и доп. – Екатеринбург : Гуманитарный ун-т, 2012. – 768 с.
2. Мецгер А. А. Особенности корпоративного управления в семейных предприятиях Германии // Материалы VI Международной научно-практической конференции «Интеграция России в мировую экономику: формирование социальной ответственности и кросс-культурной толерантности государства, бизнеса и общества». – Екатеринбург : УрФУ, 2012. – Ч. 1. – С. 75–89.
3. Vergleich von Kapitalanlagegesellschaften. Studie zum empirischen Vergleich des Anlageerfolgs von Investmentfonds marktrelevanter Kapitalanlagegesellschaften. München. Institut für Vermögensaufbau (IVA) AG. 2011. – S. 26. [Электронный ресурс]. – URL: http://www.dsw-info.de/uploads/media/BE_11_04_12_Studie_Bewertung_von_Kapitalanlagegesellschaften.pdf
4. Об инвестиционном товариществе: Федеральный закон Российской Федерации от 28 ноября 2011 г. № 335-ФЗ. Принят Государственной Думой 21 ноября 2011 года.
5. Private Equity Principles. Version 2.0. January 2011. [Электронный ресурс]. – URL: <http://ilpa.org/index.php?file=/wp-content/uploads/2011/01/ILPA-Private-Equity-Principles-version-2.pdf&ref=http://ilpa.org/ilpa-private-equity-principles/&t=1379420428>
6. Mardini T., Bärenz U. Fund Governance bei Private Equity Fonds – die neuen ILPA-Prinzipien. – Juve Handbuch, 2011/2012. – S. 2–3.
7. Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds. [Электронный ресурс]. – URL: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:174:0001:0073:DE:PDF>
8. Richtlinie 85/611/EWG des Rates vom 20. Dezember 1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW). [Электронный ресурс]. – URL: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31985L0611:DE:HTML>