

УДК 336.7

Мецгер Александр Альбертович

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

Metzger Alexander A'bertovich

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

**РЕГИОНАЛЬНЫЕ АСПЕКТЫ
РАЗВИТИЯ ИНДУСТРИИ
ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ
В СОВРЕМЕННОЙ РОССИИ**

**REGIONAL ASPECTS
OF THE INVESTMENT FUNDS
INDUSTRY DEVELOPMENT
IN MODERN RUSSIA**

Аннотация

Рассматриваются вопросы обеспечения эффективной системы вовлечения финансовых ресурсов в экономику региона. Показано значение инвестиционных фондов как особого формата трансформации сбережений в инвестиции. Автор приводит классификацию инвестиционных фондов с точки зрения механизма формирования транзакционных издержек. Особое значение придается региональным особенностям данного механизма в современных российских условиях. Сформулированы условия успешного функционирования региональных и федеральных управляющих компаний при управлении инвестиционными фондами.

Ключевые слова: транзакционные издержки; инвестиционный фонд; диверсификация; концентрация; эффективный рынок; локальный рынок; рыночная модель инвестиционного фонда; сетевая модель инвестиционного фонда; предпринимательская модель инвестиционного фонда; квалифицированные инвесторы.

Abstract

The publication discusses the issues of providing an effective system of involving financial resources in the economy of the region. The value of investment funds as a special format of transformation of savings into investments is shown. The author gives a classification of investment funds in terms of the mechanism of formation of transaction costs. Particular importance is attached to the regional features of this mechanism in modern Russian circumstances. The conditions of successful operation of the regional and federal management companies in the governance of the investment funds are formulated.

Key words: transaction costs; investment fund; diversification; concentration; efficient market; local market; market model of the investment fund; network model of the investment fund; entrepreneurial model of the investment fund; qualified investors.

Система перераспределения финансовых ресурсов в современной России, мягко говоря, далека от совершенства. К числу диспропорций можно уверенно отнести искажения в сфере межбюджетных отношений, доминирование государственных механизмов трансформации сбережений в инвестиции, преобладание банковской модели в ущерб рыночной (инвестиционной), избыточная концентрация механизмов перераспределения в столице страны и т. д. и т. п. Наличие диспропорций, в свою очередь, ведет к избыточным транзакционным издержкам перераспределения ресурсов, которые, как известно, простительны в «тучные годы», но недопустимы в условиях надвигающегося ресурсного голода.

В данной статье отнюдь не ставится глобальная задача поиска одного рецепта разрешения всех сложившихся противоречий – ведь, как известно, простое решение сложной проблемы всегда иллюзорно. Вместе с тем в ней предпринимается попытка анализа условий и механизмов снижения транзакционных издержек пере-

распределения финансовых ресурсов в масштабе региона. Сразу оговоримся, что из рассмотрения предлагается исключить механизмы бюджетного и межбюджетного перераспределения ресурсов, т. е. сосредоточиться исключительно на частных механизмах перераспределения финансовых потоков.

В таком случае предмет исследований сужается до совокупности механизмов трансформации сбережений 1) в инвестиции или 2) в кредитные формы финансирования предпринимательской деятельности.

По сути дела мы получаем классическую задачу устойчивого развития финансовой модели, основанную на двух взаимодополняющих механизмах:

- трансформации ссудного капитала через коммерческие банки;
- трансформации сбережений в инвестиции на основе различных форм коллективного инвестирования (инвестиционные фонды, товарищества, партнерства и т. д.).

Несмотря на абсолютное доминирование в современных российских условиях первого механизма, заметна и роль инвестиционного механизма как на макроуровне, так и в масштабах конкретного региона. Именно этот механизм системно дополняет банковскую модель, обеспечивая решение двух взаимосвязанных задач:

- предоставление неинституциональным инвесторам инструментов повышенной доходности с приемлемым уровнем риска;
- формирование для субъектов предпринимательской деятельности инвестиционных ресурсов, для реализации проектов, которые по своим характеристикам (срок реализации, уровень неопределенности и т. д.) не допускают привлечения заемного (кредитного) финансирования.

В отличие от банковского механизма трансформации финансовых ресурсов, институт инвестиционных фондов обладает несравнимо большей степенью разнообразия. Если на своем низкорисковом фланге (примером могут служить фонды денежного рынка) данный институт почти смыкается с коммерческими банками, то граница высокорисковых инвестиций, осуществляемых фондами, практически отсутствует (венчурные, хеджевые фонды и т. д.).

Вместе с тем декларация, даже вполне обоснованная, о значимости механизма коллективного инвестирования не отвечает на вопрос о том, в каких формах данная индустрия может и должна развиваться на уровне региона. Именно этот вопрос можно вынести в целевую задачу данной статьи.

Несмотря на огромное разнообразие форм коллективного инвестирования, они вполне укладываются в классические формы организации бизнеса – рынок, сеть и иерархию. В свою очередь, в соответствии с теорией трансакционных издержек, указанные формы становятся конкурентными (менее затратными) в зависимости от характера вовлекаемых факторов производства – их специфичности, уникальности или неопределенности. Так, например, модель «рынок» демонстрирует уверенное лидерство по издержкам в условиях низкой специфичности факторов производства. В то же время, по мере нарастания специфичности факторов, лидерство по издержкам переходит к сетевой организации бизнеса, поскольку рыночная модель начинает демонстрировать чрезмерный рост издержек. Наконец, при определенном уровне специфичности факторов как рыночная, так и сетевая форма начинают проигрывать с точки зрения трансакционных издержек наиболее жесткой форме организации бизнеса – иерархии.

Рассматривая теперь многообразие форм коллективного инвестирования (инвестиционных фондов), можно вполне уверенно выделить аналогичные модели, функции затрат по которым обладают теми же свойствами, что и классические модели в соответствии с теорией трансакционных издержек. Однако, прежде чем перейти к рассмотрению собственно базовых моделей, сделаем ряд небольших, но

принципиальных уточнений. Инвестиционный фонд представляет собой одну из форм финансового посредничества, а соответственно функционирует на границе двух рынков – финансовых ресурсов и объектов инвестирования. Однако, несмотря на некую формальную разобщенность данных процессов, т. е. привлечения средств инвесторов и их последующее размещение через формирование инвестиционного портфеля, закон композиции, лежащий в основе любого типа фонда, не допускает произвольного совмещения подходов к работе на указанных рынках. Поясним это на примере двух противоположных, а точнее, антагонистических подходов к формированию как пассивов, так и активов фондов, – концентрации и диверсификации.

Понятие **диверсификация** в контексте управления инвестиционным портфелем является хорошо отработанной научной и практической категорией. Но аналогично аналогичным образом можно представить и диверсификацию пассивов инвестиционного фонда – формирование широкой ресурсной базы, с сознательным отказом от доминирования того или иного источника или владельца финансовых ресурсов.

Концентрация как категория, альтернативная диверсификации, также может и должна рассматриваться в контексте привлечения финансовых ресурсов и формирования на их основе инвестиционного портфеля. В первом случае концентрация проявляется через доминирование в составе участников определенной, специфической категории инвесторов, а в предельном случае даже одного-единственного инвестора. В плане управления портфелем концентрация представляет собой сознательный выбор конкретного, уникального множества инвестиционных активов, в пределе – даже одного актива или инвестиционного проекта.

Сформулированные уточнения позволяют перейти к обещанному рассмотрению типовых, или базовых, моделей инвестиционных фондов (рис. 1).

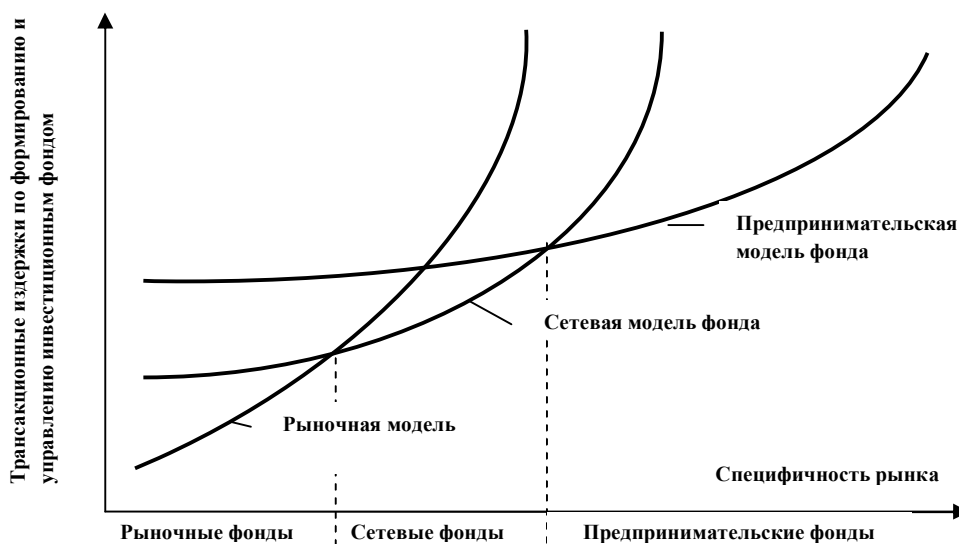


Рис. 1. Издержки на формирование и управление инвестиционным фондом в зависимости от реализуемой модели и специфичности рынка

Рыночная модель инвестиционного фонда (модель «Рынок»). В данном случае мы имеем дело с инвестиционным фондом, который обеспечивает привлечение инвестиционных ресурсов и их последующее распределение на основе самой широкой диверсификации. Подобный подход позволяет снизить удельные транзакционные издержки как на привлечение ресурсов, так и на их последующее раз-

мещение. Прекрасной иллюстрацией такого фонда являются индексные, а в еще большей степени т. н. биржевые фонды (*ETF*)¹. Инвестиционная идея данных фондов, заключается во включении в состав портфеля приобретенного широкого спектра активов и отказ от какого-либо активного управления портфелем, обеспечивает привлекательность данного продукта для рядовых, неискушенных инвесторов. Рыночный фонд для каждого из них предоставляет желаемые качества – широкий инвестиционный охват при низких транзакционных издержках. В результате модель рыночного фонда демонстрирует безусловное лидерство по транзакционным издержкам на высокоэффективных рынках и для инвесторов, не обладающих ни соответствующей квалификацией, ни особыми специфическими качествами (например, объемом располагаемых инвестиционных ресурсов).

Сетевая модель инвестиционного фонда (модель «Сеть») представляет собой частичный отказ от широкой диверсификации как по составу инвесторов, так и по составу активов. Формирование инвестиционного портфеля, как правило, осуществляется профессиональной (а значит, затратной) командой управляющих, которые пытаются сформировать положительную доходность относительно выбранного бенчмарка. Источником данной положительной доходности являются локальные, временные рыночные отклонения, проявляющиеся в недооцененности или переоцененности определенных активов. Сбор и обработка рыночной информации, выявление достаточно устойчивых отклонений – все это априори делают такую модель более затратной в сравнении с рассмотренной рыночной моделью. Сюда же стоит добавить и более высокие издержки на формирование ресурсной базы подобного фонда. Дело в том, что закладываемые в стратегию фонда инвестиционные идеи и технологии уже или еще недоступны для понимания рядовых, неискушенных инвесторов. Более того, характер инвестиционных идей может требовать от инвесторов отказа от повышенной ликвидности (например, интервальный тип инвестиционного фонда), готовности к большей неопределенности финансовых показателей.

Тем не менее при определенных условиях сетевой фонд начинает демонстрировать лучшие по сравнению с рыночным фондом показатели транзакционных издержек. Скажем, на рынках с относительно низким уровнем эффективности, например на внебиржевых рынках, формирование инвестиционного портфеля на основе широкой диверсификации ведет к стремительному росту прямых транзакционных издержек. Сетевой фонд, а точнее, его управляющие и не стремятся к полноценному охвату рынка – желаемый инвестиционный результат обеспечивается за счет уже упоминавшихся выше инвестиционных идей и технологий формирования портфеля (например, хеджевые фонды). То же самое относится и к рынку инвестиционных ресурсов. Предельные издержки на продвижение простого по своим характеристикам рыночного фонда в среде искушенных инвесторов также демонстрируют свой рост, поскольку подобная категория относительно специфических инвесторов запросто способна генерировать данный продукт самостоятельно.

Предпринимательская модель инвестиционного фонда (модель «Иерархия») олицетворяет собой второй предельный вариант реализации инвестиционного фонда. Как уже можно догадаться, в данном случае максимально используются эффекты концентрации для привлечения инвестиционных ресурсов и их последующего размещения на рынке инвестиционных объектов (проектов). По сути дела, подобный фонд обеспечивает жесткую («иерархическую») связь владельцев

¹ Торгуемый на бирже фонд (англ. *Exchange Traded Fund, ETF*), Биржевой инвестиционный фонд – индексный фонд, паи (акции) которого обращаются на бирже. Структура ETF повторяет структуру выбранного базового индекса.

инвестиционных ресурсов с собственно объектом инвестирования. В большинстве случаев речь уже идет о финансировании через данный механизм реальных предпринимательских проектов, отдача от которых возможна лишь на достаточно удаленном инвестиционном горизонте. Эффект концентрации на ограниченном числе проектов является в данном случае вполне объяснимым. Дело в том, что предпринимательский успех требует мобилизации команды проекта (менеджеров фонда, а зачастую и инвесторов), а кроме того, позволяет осуществить контроль над проектом (защита корпоративной собственности, инсайдерской информации и т. п.).

С точки зрения трансакционных издержек предпринимательская модель инвестиционного фонда на первый взгляд представляется наиболее затратной. Напомним, что в данном случае в состав затрат войдут не только издержки поиска объекта инвестирования, но и издержки его последующего сопровождения. Кроме того, нельзя забывать и о второй стороне медали – поиске соответствующих специфических инвесторов, готовых вложить свои средства в низколиквидный проект и на весьма долгосрочную перспективу.

Тем не менее предпринимательские фонды в определенных условиях демонстрируют уверенное превосходство не только над рыночными, но и над сетевыми фондами. Как следует из логики предшествующего анализа, ключевым условием, при котором модель предпринимательского фонда демонстрирует относительно низкий уровень трансакционных издержек, является высокая специфичность инвестиционного рынка и рынка инвестиционных ресурсов (рис. 1).

Выстроенная типизация инвестиционных фондов позволяет, наконец, вернуться к целевой задаче, заявленной в самом начале статьи. Речь идет о выделении форматов коллективного инвестирования, обеспечивающих, как минимум, трансформацию сбережений жителей региона в инвестиции и, как максимум, – финансирование на базе этих инвестиций реальных проектов территории. В этом случае мы будем вынуждены в процесс анализа ввести еще одну переменную – статус инициаторов создания инвестиционного фонда, а проще говоря, управляющей компании. Естественный водораздел в таком случае пролегает между т. н. «региональными» и «федеральными» управляющими компаниями.

Подобное деление не носит никакого формально-правового характера, но тем не менее позволяет конкретизировать механизм формирования трансакционных издержек той или иной базовой модели инвестиционного фонда.

Региональные компании. В данном случае речь идет о компаниях, как правило, зарегистрированных в соответствующем субъекте Федерации, не имеющих, или имеющих ограниченную, филиальную сеть. Реализация подобными компаниями проектов создания инвестиционных фондов по рыночной или даже по сетевой модели теоретически возможна, но существенным образом проигрывает аналогичным проектам федеральных компаний с точки зрения трансакционных издержек. Поясним это утверждение.

Модель рыночного инвестиционного фонда демонстрирует свое преимущество по издержкам при широкой рыночной диверсификации, доступной лишь на глобальных, высокоэффективных рынках. Сетевой фонд менее требователен к уровню эффективности рынков, но используемые им инвестиционные технологии также становятся конкурентными на глобальных или, во всяком случае, нелокальных рынках. При всем развитии современных коммуникационных и торговых технологий региональные компании вынуждены нести повышенные издержки при выходе на глобальные рынки.

Аналогичным образом можно оценить и уровень издержек по формированию ресурсной базы данных фондов. Здесь на первый план выходит низкий уровень инвестиционной грамотности населения, обуславливающий стремительный рост издержек привлечения ресурсов в любые продукты, отличные по своей сложности

от банковского депозита. Как следствие, даже в достаточно крупном российском городе существует лишь относительно тонкая прослойка потенциальных инвесторов, готовых к приобретению инвестиционных инструментов рыночных и, тем более, сетевых инвестиционных фондов. Федеральные компании в этом случае находятся в более привилегированном положении, поскольку обладают развитой филиальной сетью по распространению более или менее несложных инвестиционных продуктов.

В результате региональные компании проигрывают своим федеральным конкурентам за счет больших издержек по выходу на глобальные инвестиционные рынки и высоких предельных издержек по привлечению финансовых ресурсов в фонды с низким уровнем концентрации.

Ситуация радикально меняется при рассмотрении модели предпринимательского фонда. В данном случае региональные компании в полной мере используют эффект близости и к объектам инвестирования, и к владельцам инвестиционных ресурсов. В отличие от федеральных компаний, региональные компании лучше знают локальный инвестиционный рынок и способны нести гораздо меньшие транзакционные издержки как на стадии поиска инвестиционных проектов, так и в процессе их дальнейшего сопровождения. То же самое можно сказать и о рынке инвестиционных ресурсов. Затраты на вовлечение подобных ресурсов в предпринимательские фонды обратно пропорциональны степени доверия между управляющими и инвесторами. Немаловажна и специфичность каждого подобного проекта, требующая концентрации высокого профессионализма и компетенций. Отсутствие подобных технологий в филиалах федеральных компаний имеет свое естественное следствие – рост транзакционных издержек.

Федеральные компании. Как следует из вышесказанного, конкурентные преимущества подобные компании демонстрируют при формировании инвестиционных фондов, ориентированных на глобальные рынки и инвесторов с малой или средней специфичностью – в первую очередь на рядовых, неискушенных инвесторов.

Интересны результаты сравнительного анализа, проведенного между региональными управляющими компаниями Уральского региона и федеральными управляющими компаниями². На рис. 2 проиллюстрировано распределение количества паевых инвестиционных фондов, ориентированных на глобальные рынки и фонды локального рынка.

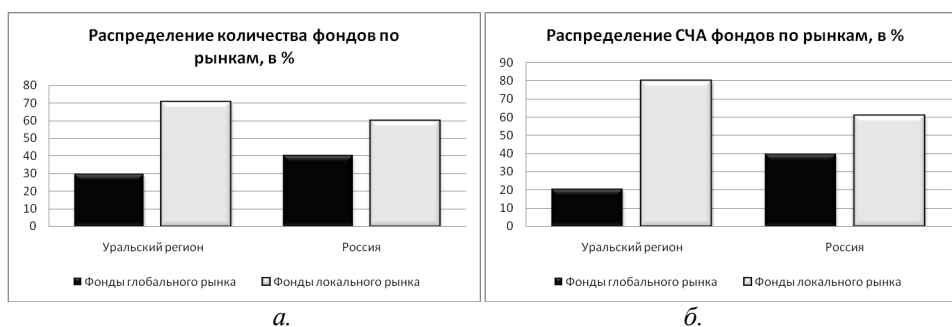


Рис. 2. Распределение количества паевых инвестиционных фондов (а) и совокупной стоимости чистых активов (б) под управлением региональных и федеральных компаний в зависимости от характера рынка

Представленные данные свидетельствуют о том, что российские – как региональные, так и федеральные – управляющие компании в своей деятельности отдают предпочтение инвестиционным фондам, ориентированным на локальные рын-

² Анализ проводился по материалам НП Национальная лига управляющих (www.lu.ru), Центрального банка РФ (www.cbr.ru), НП Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР, www.naufor.ru), корпоративных сайтов управляющих компаний.

ки³. Вместе с тем не может не бросаться в глаза существенно больший акцент в данной «специализации» именно у региональных управляющих компаний.

Вторым аспектом анализа была оценка дифференциации региональных и федеральных компаний по составу инвесторов формируемых ими инвестиционных фондов. В качестве критерия оценки был принят статус инвестиционного фонда с точки зрения его «целевой аудитории» – для квалифицированных или неквалифицированных инвесторов. При всей условности понятия «квалифицированный инвестор»⁴, этот водораздел можно считать достаточно характерным для иллюстрации приоритетности деятельности управляющих компаний, но уже в контексте рынка привлечения инвестиционных ресурсов (рис. 3).

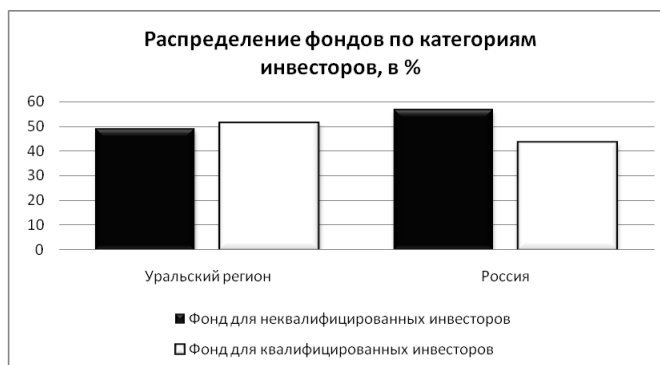


Рис. 3. Распределение количества паевых инвестиционных фондов под управлением региональных и федеральных компаний в зависимости от характера инвесторов

Региональные компании, как и следовало ожидать, при формировании фондов предпочитают или вынуждены ориентироваться на квалифицированных инвесторов. Одновременно федеральные управляющие не демонстрируют подобного предпочтения или даже имеют тенденцию в сторону большей «демократизации» инвестиционных продуктов.

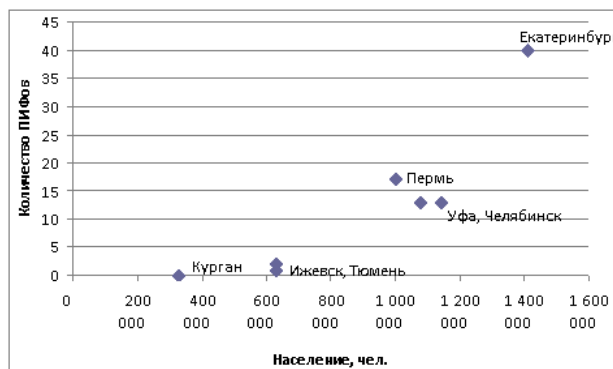


Рис. 4. Количество паевых инвестиционных фондов под управлением региональных управляющих компаний Уральского региона

Даже приведенные результаты анализа в определенной мере подтверждают высказанные в начале статьи предположения о существовании устойчивых типов

³ В соответствии с методикой анализа к таким фондам были отнесены фонды недвижимости, венчурные фонды и фонды прямых инвестиций. Все остальные категории фондов рассматривались как фонды глобальных рынков.

⁴ В соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» (№ 39-ФЗ от 22.04.1996) «квалифицированным инвестором» признается физическое или юридическое лицо, отвечающее определенному набору формальных показателей: объему операций на финансовом рынке, величине принадлежащих активов, наличию профессиональной квалификации и т. д.

инвестиционных фондов (рыночные, сетевые и предпринимательские) с точки зрения транзакционных издержек по их формированию. При этом в контексте развития региональной системы трансформации сбережений в инвестиции, востребованными становятся все указанные модели, поскольку они являются естественным ответом не только на экстенсивное развитие региона или городской агломерации, но и, в еще большей степени, – на усложнение характера его финансовой и экономической жизни. Другими словами, являясь существенно более сложным инвестиционным продуктом (например, на фоне банковских депозитов), инвестиционные фонды становятся востребованными лишь при достижении определенного уровня развития соответствующей местности (количество жителей, средний уровень их доходов, образование, степень социального доверия и т. д. (рис. 4)). При этом проникновение индустрии инвестиционных фондов в сферу экономических и финансовых отношений не только свидетельствует о зрелости этих отношений, но и придает новый импульс их развитию. В первую очередь это относится к предпринимательским инвестиционным фондам под управлением региональных управляющих компаний. Формат инвестиционного фонда в этом случае становится одним из эффективных механизмов актуализации локальных финансовых ресурсов для решения локальных предпринимательских, а зачастую и социальных проектов [1. С. 46–49; 2. С. 280–285].

Литература

1. Мецгер А. А. Паевой инвестиционный фонд как формат финансирования проектов в сфере образования // Россия в мире XXI века: между насилием и диалогом : материалы XVI Международной научно-практической конференции Гуманитарного университета (15–16 апреля 2013 года) : доклады / редкол.: Л. А. Закс и др. : в 2 т. – Екатеринбург : Гуманитарный ун-т, 2013. – Т. 2.
2. Мецгер А. А. Паевые инвестиционные фонды как инструмент инвестирования в жилую недвижимость // Актуальные проблемы финансовых рынков и финансовых институтов : сб. науч. тр. / под ред. Е. Г. Князевой, Л. И. Юзвович. – Екатеринбург : Изд-во АМБ, 2013.