

УДК 336.7

Мецгер Александр Альбертович

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

Дружинина Елена Ильинична

контролер – заместитель генерального
директора, ЗАО «Управляющая компания»
(г. Екатеринбург)

Metzger Alexander Al'bertovich

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

Druzhinina Elena Ilyinichna

Comptroller Deputy Director-General,
ZAO «Upravlyauschaya companya»
(Ekaterinburg)

**ИНСТИТУТ
КВАЛИФИЦИРОВАННОГО
ИНВЕСТОРА КАК ЭЛЕМЕНТ
КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ
ИНВЕСТИЦИОННЫМ ФОНДОМ**

**THE INSTITUTE OF A QUALIFIED
INVESTOR AS A CORPORATE
GOVERNANCE ELEMENT
OF THE INVESTMENT FUND**

Аннотация

Рассматриваются вопросы организации корпоративного управления в инвестиционных фондах. Показана возможность выделения моделей корпоративного управления в зависимости от характера инвестиционного рынка и состава инвесторов фонда. Сформулированы направления по изменению регулирования паевыми инвестиционными фондами. Предложены изменения в действующее законодательство, которые обеспечивают повышение эффективности фондов и ответственности их органов управления в соответствии с реальными объектами инвестирования и составом инвесторов.

Ключевые слова: инвестиционный фонд; корпоративное управление; эффективный рынок; трансакционные издержки; управляющая компания; квалифицированный инвестор; инвестиционный комитет.

Abstract

The article considers the issues of the corporate governance organization in investment funds. The author shows the possibility for differentiating corporate governance models according to the nature of the investment market and the structure of the fund investors. The directions are formulated to change the regulation of mutual investment funds. The current legislative developments have been proposed that may lead to higher efficiency of funds and responsibility of funds' governing bodies in line with real investment objects and the structure of investors.

Keywords: investment fund; corporate governance; efficient market; transactional cost; managing company; qualified investor; board of investment.

В самом общем виде конструкция инвестиционного фонда как формы финансового посредничества представляет собой аккумуляцию средств более или менее широкого круга инвесторов и передачу этих средств в управление профессиональным инвестиционным менеджером. При всей лаконичности подобного определения оно позволяет рассматривать инвестиционный фонд как своеобразную «инвестиционную корпорацию», в которой неизбежным образом возникают эффекты и проблемы, составляющие предмет корпоративного управления. Напомним, что в данном случае речь идет о формировании механизмов, которые, с одной стороны, максимизируют положительные эффекты от объединения участников корпорации, а с другой – минимизируют неизбежные негативные эффекты подобного объединения¹. В классической корпорации подобным образом макси-

¹ Мецгер А. А., Первушина А. В. Корпоративное управление : учебн. пособие для вузов. – 2-е изд., перераб. и доп. – Екатеринбург : Гуманитарный ун-т, 2011.

мизируются положительные аспекты объединения активов (эффект масштаба) и выделения функции управления (эффект профессионального управления).

В то же время объединение активов определяет проблему неоднородности (субъективности) ресурсов, вовлекаемых в корпорацию, а точнее, **специфичности оценок и ожиданий ее участников**. Наиболее актуально подобная проблема проявляется через конфликт интересов таких групп участников, как миноритарные/мажоритарные акционеры, стратегические/портфельные инвесторы и т. д.

Не менее актуальны проблемы, возникающие в силу передачи функции управления профессиональным менеджерам. Как правило, эта группа проблем определяется через понятие **оппортунизм менеджмента** – сознательное или невольное уклонение менеджмента корпорации от удовлетворения интересов ее участников.

Преодоление указанных проблем и составляет суть классического корпоративного управления (*corporate governance*), которое за последние десятилетия стало неотъемлемой частью экономической теории и предпринимательской практики. Несмотря на то что большая часть теоретических положений и практических механизмов была сформулирована и продолжает разрабатываться для т. н. классических корпораций (акционерных компаний), они в последние годы все чаще задействуются в сфере менеджмента коллективного инвестирования, формируя то, что в западной практике получило определение *funds governance*². Основу данного методологического переноса составляет современная институциональная теория, в том числе или даже в первую очередь теория трансакционных издержек³. В этом контексте как классическое корпоративное управление, так и корпоративное управление в инвестиционных фондах призваны обеспечивать снижение трансакционных издержек формирования и дальнейшего функционирования корпораций, в том числе инвестиционных.

В то же время, при всей схожести классических корпораций и инвестиционных фондов, нельзя не отметить и достаточно серьезного различия между этими институтами.

Как правило, классическая корпорация с точки зрения корпоративного рассматривается в широком контексте **институциональной среды** (доминирующая система финансовых отношений, правовая система, роль государства в экономике, социокультурные условия и т. д.), базовые состояния которой позволяют выделять, в свою очередь, т. н. классические модели корпоративного управления – аутсайдерскую и инсайдерскую модели. Аутсайдерская модель корпорации обеспечивает эффективную минимизацию трансакционных издержек при наличии весьма жестких условий и ограничений, как то: достаточно широкое и глубокое развитие рыночных механизмов (в том числе рынка ценных бумаг), относительно слабое присутствие государства в экономике, как правило, англосаксонская система права и т. д. Инсайдерская модель, а точнее говоря, ее многочисленные варианты, напротив, обеспечивают эффективность корпоративного сектора во всех других случаях.

В отличие от классической корпорации, инвестиционный фонд рассматривается в более узком контексте **инвестиционного рынка**, на котором и осуществляется его деятельность. Ключевой характеристикой рынка в данном случае становится степень его эффективности (информационная прозрачность, ликвидность и т. д.). Диапазон выделяемых по данному критерию рынков чрезвычайно широк – от абсолютно эффективных (примером может служить ликвидный биржевой рынок финансовых инструментов), до атрибутивно неэффективных рынков иннова-

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

³ Мецгер А. А. Нобелевская премия по экономике за 2013 год и вопросы корпоративного управления в инвестиционных фондах // Вестник Гуманитарного ун-та. – 2013. – № 3 (3). – С. 10–16.

ционных и венчурных проектов. Различие рынков по степени их эффективности определяет базовые модели управления инвестиционными фондами – портфельную и проектную.

Портфельная модель управления в своем крайнем проявлении (на абсолютно эффективном рынке) предполагает минимизацию трансакционных издержек за счет максимально широкой диверсификации активов и пассивного подхода к управлению. Применение в этих условиях проектного подхода на основе специфических методов селекции активов или инвестиционных технологий, как правило, ведет к неоправданному росту трансакционных, в том числе агентских, издержек. Отметим, что портфельная модель управления фондом предполагает не только широкую диверсификацию и ликвидность активов, но и аналогичные характеристики его пассивов. На практике это означает соответствующий тип фонда (открытый или интервальный) или обеспечение ликвидности ценных бумаг фонда через биржевой механизм обращения. Только в этом случае обеспечивается снижение трансакционных издержек по привлечению широких слоев рядовых инвесторов, готовых согласиться на среднерыночную доходность, но в своей массе не готовых согласиться с ролью «долгосрочного» инвестора.

Напротив, **проектная модель** управления инвестиционным фондом (ее варианты), обеспечивает минимизацию трансакционных издержек на малоэффективных рынках. Дело в том, что широкая дифференциация активов на подобных рынках ведет к неоправданному росту трансакционных издержек и минимизирует тот сверхрыночный результат, который возможен путем использования специфических механизмов селекции активов и управления реальными проектами. В свою очередь, сверхрыночная норма прибыли облегчает (снижает издержки) привлечение специфических инвесторов, готовых принять на себя риски выше рыночных, в том числе риск снижения ликвидности своих инвестиций. Естественным образом, подобные фонды создаются в формате закрытых фондов.

Рассмотрим, каким образом обеспечивается разрешение базовых проблем корпоративного управления в каждой из указанных моделей (табл. 1).

Таблица 1

**Механизмы разрешения проблем корпоративного управления
в моделях инвестиционного фонда**

	Проблема оппортунизма менеджеров по отношению к участникам (инвесторам фонда)	Проблема дифференцированности интересов участников (инвесторов фонда)
Портфельная модель	Внешние механизмы (рыночная конкуренция, государственное регулирование)	Внешние механизмы селекции участников
Проектная модель	Внутренние механизмы (контроль со стороны инвесторов, механизмы мотивации и ответственности)	Внутренние механизмы селекции участников и согласования интересов

Как видно, преодоление проблемы оппортунизма менеджеров принципиально различно по своей природе в портфельной и проектной моделях инвестиционного фонда.

В **портфельной модели** менеджеры фонда (управляющие компании) находятся под контролирующим воздействием сразу двух внешних механизмов. С одной стороны, их действия контролируются на предмет соответствия внутренним документам фонда (Правила фонда) и специальному законодательству. Контроль обеспечивается как инфраструктурой самого фонда (специализированный депозитарий, оценщик, аудитор), так и со стороны государственного регулятора. С другой стороны, осуществляя деятельность на ликвидных рынках, управляющие компании вынуждены демонстрировать результаты, сопоставимые со своими

конкурентами или по отношению к соответствующему бенчмарку. Преодолению оппортунизма менеджеров фонда лучше всего способствуют т. н. биржевые фонды (*ETF, Exchange-traded fund*), в которых роль управляющей компании ограничивается лишь повторением в портфеле выбранного бенчмарка (например, биржевого индекса).

Проектная модель управления фондом подходит к проблеме оппортунизма менеджеров принципиально иным образом. Неэффективность рынка, специфичность активов, инвестиционных стратегий и финансируемых проектов, неликвидность рынка ценных бумаг фонда – все это затрудняет или делает невозможным использование внешних рыночных механизмов контроля (конкуренция управляющих, оценка соответствия бенчмарку и т. д.). Во многом ослаблен и формальный (а иным он и не может быть) контроль со стороны государства. В этих условиях слабость и неэффективность внешних механизмов компенсируется развитием внутренних механизмов корпоративного управления: контроля со стороны инвесторов, ответственности управляющей компании перед инвесторами, мотивации управляющей компании. Рассмотрим каждый из этих элементов.

Контроль управляющей компании – набор механизмов отчетности управляющей компании перед инвесторами, согласование с ними принципиальных или существенных аспектов деятельности фонда. В настоящее время российское законодательство в обязательном порядке предусматривает для закрытых паевых инвестиционных фондов (ПИФов)⁴ такой орган корпоративного контроля, как *общее собрание владельцев* инвестиционных паев. В компетенцию общего собрания входят:

- изменение категории фонда и срока действия договора доверительного управления;
- изменение размера и порядка выплаты дохода от доверительного управления пайщикам фонда;
- изменение количества голосов, необходимых для принятия решения общим собранием⁵.

Кроме того, к компетенции общего собрания фондов, предназначенных для *квалифицированных инвесторов*, может быть отнесен и ряд других вопросов (например, установление права управляющей компании отказать в выдаче инвестиционных паев лицам, не являющимся пайщиками фонда, и т. д.). Для этих же фондов законодательство предоставляет возможность создания дополнительного органа корпоративного контроля – *инвестиционного комитета* фонда⁶. Порядок формирования и компетенции инвестиционного комитета определяются Правилами фонда. При этом в состав комитета не могут входить управляющая компания, ее должностные лица и работники или назначенные ею лица. К компетенции инвестиционного комитета относится одобрение сделок за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, и (или) действий, связанных с осуществлением прав участника хозяйственного общества, акции или доли которого составляют этот фонд.

Мотивация управляющей компании – система вознаграждения управляющей компании, которая в наибольшей степени соответствует интересам инвесторов

⁴ Действующее законодательство (ФЗ «Об инвестиционных фондах») допускает формирование не только паевых, но и акционерных инвестиционных фондов (АИФ). Однако данная конструкция фонда практически не получила никакого развития в России. По состоянию на 09.04.2014 осуществляют деятельность всего шесть АИФ (см. http://www.cbr.ru/sbrfr/?PrId=polled_investment). В качестве причин можно назвать громоздкость системы, в том числе корпоративного управления, и режим «двойного» налогообложения.

⁵ Об утверждении Положения о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания владельцев инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда: Приказ ФСФР России от 07.02.2008 № 08-5/пз-н.

⁶ См.: Об инвестиционных фондах : федеральный закон от 29.11.2001 № 156-ФЗ. Ст. 17.1.

фонда. В настоящее время вознаграждение управляющей компании в той или иной форме связано с текущими финансовыми показателями деятельности фонда (показателями за отчетный период). В простейшем случае это определенный процент от стоимости чистых активов (СЧА) фонда. В более сложных вариантах вознаграждение определяется по «фактическому финансовому результату» – определяемой тем или иным образом разнице между фактическими доходами фонда и его издержками за отчетный период. Иными словами, законодатель оставляет широкое поле для формулировок схем мотивации управляющей компании. В связи с этим представляется целесообразным введение в практику такой дополнительной компоненты мотивации, как «вознаграждение за конечный результат». Эта компонента могла бы оплачиваться как за счет имущества фонда, так и за счет самих инвесторов. Принципиально важно, что конечным результатом является фактический прирост стоимости активов фонда на момент завершения его деятельности и расформирования. Разумеется, внедрение подобной компоненты мотивации потребует соответствующей защиты управляющей компании в форме «золотых парашютов», выплачиваемых из тех же источников, но только в случае досрочной смены управляющей компании или расформирования фонда по инициативе инвесторов.

Ответственность управляющей компании – наименее отработанный механизм преодоления оппортунизма менеджеров перед инвесторами фонда. С точки зрения логики доверительного управления паевым инвестиционным фондом, вытекающей из ст. 16 Федерального закона «Об инвестиционных фондах», управляющая компания паевого инвестиционного фонда несет перед владельцами инвестиционных паев ответственность в размере реального ущерба в случае причинения им убытков в результате нарушения требований ряда нормативных актов и правил доверительного управления⁷.

Тем не менее представляется оправданным, что в определенных случаях (см. ниже) управляющая компания может и должна принимать на себя дополнительные формы ответственности перед инвесторами фонда.

Прежде чем перейти к рассмотрению конкретных аспектов разрешения проблемы дифференцированности интересов инвесторов фонда, остановимся на самой сути данной проблемы. Как уже отмечалось выше, в классическом корпоративном управлении данная проблема во многих случаях сводится к проблеме мажоритарных и миноритарных акционеров. Первая группа участников корпорации, как правило, заинтересована в стратегических долгосрочных перспективах развития компании (зачастую в рамках более крупной корпоративной структуры), росте капитализации бизнеса и, что особенно важно, имеет, в силу корпоративного законодательства, возможности для достижения собственных интересов. Напротив, миноритарные участники более склонны к получению выгод от участия в корпорации в краткосрочной перспективе, в получении текущих доходов от подобного участия и уж точно не обладают теми возможностями управления компанией, которые имеются у мажоритарных собственников. Базовые модели корпоративного управления позволяют достаточно эффективно разрешать подобный конфликт интересов, делая упор или на внешние, или, напротив, на внутренние механизмы. Проще данный конфликт разрешается в аутсайдерской модели, когда акционеры компании имеют возможность «выхода из бизнеса» на ликвидном рынке ценных бумаг. Инсайдерская модель, напротив, делает упор на внутренние механизмы преодоления данного конфликта. Например, через широкое представительство различных групп участников корпорации в советах директоров обеспечивается уменьшение влияния доминирующих контролирующих собственников

⁷ См.: Об инвестиционных фондах : федеральный закон от 29.11.2001 № 156-ФЗ. Ст. 16.

и процедуры согласования различных групп интересов. В других случаях миноритариям обеспечивается «выход из корпорации» при наступлении определенных условий (крупные сделки и ряд других существенных корпоративных событий). Поскольку подобный механизм реализуется через выкуп ценных бумаг самой корпорацией, то в определенной мере можно говорить, что выкуп осуществляется за счет остающихся в ней мажоритарных акционеров. При всем различии описанных механизмов, они тем или иным образом обеспечивают «селекцию» акционеров компании, формируя достаточно однородный состав участников данной корпорации.

Возвращаясь к схеме, представленной в табл. 1, обратим внимание, что механизм селекции как способ преодоления конфликта различных групп инвесторов имеет место и в случае инвестиционных фондов. Как уже отмечалось, формирование однородного по ключевым характеристикам состава участников обеспечивает снижение трансакционных издержек как на этапе формирования инвестиционной корпорации (оптимизация каналов продвижения ценных бумаг фонда), так и во время его дальнейшего функционирования (минимизация различного рода конфликтных ситуаций). В качестве ключевой характеристики, используемой для подобного рода селекции, выступает уровень квалификации инвесторов – осознанного понимания и объективной готовности принятия на себя специфических рисков инвестирования. Институт *квалифицированного инвестора*, давно и активно используемый в западной инвестиционной практике, позволяет более корректно соотнести множество существующих инвестиционных рынков и множество потенциальных инвесторов. С макроэкономической точки зрения минимизация трансакционных издержек трансформации сбережений в инвестиции обеспечивается размещением средств рядовых (не квалифицированных) инвесторов в наименее рискованные сегменты инвестиционного рынка, в то время как средства квалифицированных инвесторов наиболее востребованы в более рискованных объектах.

В случае **портфельных инвестиционных фондов**, которые в своем предельном случае представляют собой низкорисковый объект инвестирования, селекция обеспечивается наиболее естественным образом. Для квалифицированных инвесторов, обладающих достаточно высоким объемом средств, не представляет труда сформировать аналогичный пул активов, и в силу этого нет необходимости нести какие-либо агентские издержки управляющей компании. Аналогичным образом, квалифицированного инвестора, обладающего специфическими компетенциями и профессионализмом, не привлекает перспектива участия в широко диверсифицированном портфеле инвестиционного фонда, обеспечивающего доходность на уровне средней по рынку. Подобные и аналогичные мотивы предопределяют естественный отказ квалифицированных инвесторов от участия в портфельных фондах на эффективных рынках.

Более сложная ситуация возникает в случае **проектных фондов**. Обладая повышенным риском, данные фонды позволяют рассчитывать на дополнительную премию к рыночной доходности. Как следствие, интерес к участию в подобных фондах проявляют самые широкие слои инвесторов, как рядовых, так и квалифицированных. Но если последним вполне по силам оценить уровень принимаемых на себя рисков и принять взвешенное инвестиционное решение, то рядовые инвесторы зачастую оказываются жертвами собственных иллюзий, а впоследствии и причиной недоверия к инвестиционному рынку в целом. В соответствии с российским законодательством решение данной проблемы обеспечивается через

внутренние механизмы селекции инвесторов, когда определенные фонды доступны исключительно «для квалифицированных инвесторов»⁸.

К числу подобных фондов относятся следующие закрытые ПИФы:

- фонды прямых инвестиций;
- фонды особо рискованных (венчурных) инвестиций;
- фонды недвижимости, в случае если их инвестиционная декларация предполагает возможность инвестирования средств в строительство и реконструкцию объектов недвижимости по инвестиционным договорам и/или договорам подряда;
- кредитные фонды;
- хедж-фонды.

Подобное регулирование индустрии инвестиционных фондов, начатое в 2007 году одновременно с введением в российскую практику понятия «квалифицированный инвестор»⁹, по мнению регуляторов финансового рынка, должно было способствовать развитию рынка коллективного инвестирования решением двух взаимосвязанных задач¹⁰:

- расширением возможностей для квалифицированных инвесторов, а значит, распространением механизмов коллективного инвестирования на новые сегменты отечественной экономики;
- защитой интересов рядовых инвесторов, путем ограждения их от участия в рискованных инвестициях.

Опыт последних лет, однако, показывает, что индустрия коллективного инвестирования в Российской Федерации не только не смогла продемонстрировать сколько-нибудь впечатляющих показателей, но и переживает количественную и качественную стагнацию. Даже стремительный количественный рост ПИФов для квалифицированных инвесторов¹¹ представляет собой отнюдь не выход квалифицированных инвесторов на новые для себя инвестиционные рынки. В подавляющем большинстве случаев подобные фонды являются не чем иным, как «упаковкой» реального инвестиционного проекта конкретного стратегического инвестора в формат паевого фонда¹². Более того, перед управляющими компаниями возникает абсурдная по своей природе задача оформления данного стратегического инвестора, а зачастую и инициатора и реального собственника проекта, в качестве инвестора «квалифицированного» в соответствии с требованиями законодательства.

Можно констатировать, что сложившаяся система регулирования индустрии паевых инвестиционных фондов с использованием института «квалифицированных инвесторов» построена на формально логичных, но по сути механических

⁸ См.: Об утверждении Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов : Приказ ФСФР РФ от 28.12.2010 № 10-79/пз-н.

⁹ См.: О внесении изменений в Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» и отдельные законодательные акты Российской Федерации : федеральный закон от 06.12.2007 № 334-ФЗ.

¹⁰ См. напр., Гонзалева Д. Выбор УК: ПИФы для квалифицированных и неквалифицированных инвесторов // Рынок ценных бумаг. – 2008. – № 17 (368). – С. 64–65; Бескровный А. Регулирование рынка коллективных инвестиций: новый вектор развития // Рынок ценных бумаг. – 2008. – № 5 (356).

¹¹ По статистике последних трех лет, ежегодный прирост количества ПИФов для квалифицированных инвесторов составляет 70-80 фондов. По состоянию на 01.10.2014 было зарегистрировано 669 паевых инвестиционных фондов, что составляло почти половину от общего числа российских ПИФов (1409 фондов) (по материалам сайта Национальной лиги управляющих: URL: http://www.nlu.ru/pifs-search.htm?keyword=&fondid=all&type=all&category=all&uk=all&qual=1&schafrom=&schato=&period_start=&period_end=&mode=search&orderby=fond_name&orderet=asc&pageNo=0).

¹² Харченко Л. П. Инвестиционные фонды в России: неколлективное инвестирование // Мир экономики и права. – 2011. – № 5. – С. 4–12.

подходах, которые не могут способствовать ни росту рынка коллективных инвестиций, ни стабилизации его системных рисков.

С одной стороны, закрытый перечень категорий ПИФов для квалифицированных инвесторов оставляет неискушенным инвесторам возможность участия в других категориях фондов (в том числе закрытых), причем уровень риска в таком конкретном фонде может быть равным или даже превосходящим соответствующие риски фондов из числа «запрещенных к инвестированию».

С другой стороны, формальное отнесение категории фонда к числу «запрещенных» априори препятствует привлечению в него средств рядовых инвесторов, даже если уровень реализуемых в конкретном фонде проектов является для них по сути приемлемым. Классическим примером может служить, например, фонд прямых или венчурных инвестиций, который в момент своего формирования действительно осуществлял инвестиции в высокорисковый инновационный проект. Однако успешность развития проекта, естественный переход его в фазу промышленной реализации и рыночного успеха не позволяют фонду раскрыться для привлечения средств рядовых инвесторов. Аналогичный пример касается и закрытых фондов недвижимости. Использование в качестве инструментов инвестирования инвестиционных договоров, участие фонда в качестве застройщика сразу переводят данный фонд в категорию «для квалифицированных инвесторов». При этом существенные риски в конкретном фонде могут быть существенно ниже, чем в аналогичном фонде, но использующем механизм договора долевого строительства с застройщиком сомнительной репутации.

В связи с вышеизложенным представляется, что целесообразно определенным образом видоизменить практическое использование понятия «квалифицированный инвестор», во всяком случае, в приложении к индустрии коллективного инвестирования. С этой целью предлагается отказаться от жесткого, статичного, и в силу этого не всегда оправданного деления категорий фондов на предназначенных для квалифицированных и для рядовых инвесторов. Вместе с тем это не подразумевает полного отказа от самого института «квалифицированного инвестора» и возможного ограничения обращения ценных бумаг **конкретного** фонда среди данных инвесторов. Решение о подобном ограничении, естественным образом, можно было бы отнести к компетенции управляющей компании и только на момент формирования фонда. Именно управляющая компания способна, как никто другой, оценить реальные риски инвестиционного проекта (стратегии инвестирования, конкретного объекта и т. д.). В то же время управляющая компания способна оценить и приемлемость данных рисков для неограниченного круга инвесторов, возможные риски, выгоды и издержки от подобного расширения ресурсной базы инвестиционного фонда. Разумеется, наделение управляющей компании подобной компетенцией потребует включения механизмов ее ответственности перед инвесторами.

В качестве предварительного итога представленного анализа можно отметить, что основные резервы развития индустрии паевых инвестиционных фондов с точки зрения корпоративного управления сосредоточены в проектных фондах, ориентированных на мало- и низкоэффективные сегменты инвестиционного рынка (табл. 2).

**Изменения структуры полномочий и ответственности
в паевых инвестиционных фондах (проект)**

УСЛОВИЯ, ОПРЕДЕЛЯЕМЫЕ УПРАВЛЯЮЩЕЙ КОМПАНИЕЙ при создании фонда	Ограничение оборота паев (фонд для квалифицирован- ных инвесторов)	Отсутствие ограничения оборота паев
Создание дополнительных органов корпоративного контроля (Инвестиционный комитет)	Расширение полномочий ин- вестиционного комитета (в т. ч. определение состава и структуры активов фонда) Сокращение ответственности управляющей компании (ответственность только за ис- полнение решений Инвестици- онного комитета)	Сохранение полномочий управляющей компании в соответствии с действующим законодательством, при рас- ширении ее ответственности вплоть до компенсации инве- сторам рыночных рисков
Отсутствие дополнительных органов корпоративного контроля	Сохранение полномочий и ответственности управлю- ющей компании в соответствии с действующим законодатель- ством	

Суть предлагаемых изменений заключается в более дифференцированном подходе к формированию и управлению проектными (закрытыми) паевыми инвестиционными фондами. Например, при создании фонда управляющая компания определяет не только наличие или отсутствие дополнительных органов корпоративного контроля (существующая практика), но и круг лиц, допускаемых к инвестированию в данный фонд. Логично предположить, что, не ограничивая круг этих инвесторов, управляющая компания должна нести дополнительную ответственность, вплоть до компенсации рыночных убытков за счет собственных средств. Напротив, управляющая компания может существенно снизить свою ответственность за принятие инвестиционных решений, предусмотрев в правилах фонда создание Инвестиционного комитета (по понятным причинам, данный орган может быть создан только в фонде для квалифицированных инвесторов). В данном случае ответственность управляющей компании будет ограничена соблюдением решений, принимаемых Инвестиционным комитетом (например, по составу и структуре активов фонда). Помимо определенного «смягчения» ответственности управляющей компании данный вариант позволяет более гибко подходить к формированию инвестиционной стратегии фонда в зависимости от рыночной конъюнктуры, а не в силу жестких требований законодательства к составу и структуре активов.

Реализация предлагаемых изменений вполне достижима внесением ряда дополнений и изменений в нормативную базу, регламентирующую деятельность российских паевых инвестиционных фондов (табл. 3).

Таблица 3

Изменения действующего законодательства, конкретизирующие структуру полномочий и ответственности в паевых инвестиционных фондах (проект)

Нормативный акт	Предлагаемые изменения
Расширение компетенции управляющей компании в части ограничения оборота паев ПИФа вне зависимости от предполагаемого состава и структуры его активов	
Приказ ФСФР РФ от 28.12.2010 № 10-79/пз-н «Об утверждении Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов»	Исключить п. 1.5. Положения: <i>«1.5. Акции (инвестиционные паи) инвестиционных фондов, относящихся к категориям фондов прямых инвестиций, фондов особо рискованных (венчурных) инвестиций, кредитных фондов, хедж-фондов и фондов долгосрочных прямых инвестиций, предназначены только для квалифицированных инвесторов. При этом устав акционерного инвестиционного фонда (правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом) должен предусматривать, что акции (инвестиционные паи) этого инвестиционного фонда предназначены для квалифицированных инвесторов».</i>
Расширение компетенции инвестиционного комитета ПИФа в части определения состава и структуры его активов	
Приказ ФСФР РФ от 28.12.2010 № 10-79/пз-н «Об утверждении Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов»	Дополнить Положение пунктом 1.1.1 следующего содержания: <i>1.1.1. Настоящее Положение не распространяет свое действие на закрытые паевые инвестиционные фонды, правила доверительного управления которыми содержат положения о необходимости одобрения инвестиционным комитетом сделок за счет имущества, составляющего закрытый паевой инвестиционный фонд.</i>
Повышение ответственности управляющей компании перед неквалифицированными инвесторами в размере причиненных убытков	
Федеральный закон от 29.11.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах»	Абзац 4 п. 2 ст. 11 изложить в следующей редакции: <i>Владельцы инвестиционных паев, ограниченных в обороте, несут риск убытков, связанных с изменением рыночной стоимости имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд.</i> Пункт 1 ст. 16 изложить в новой редакции: <i>1. Управляющая компания паевого инвестиционного фонда несет перед владельцами инвестиционных паев, не ограниченных в обороте, ответственность в размере реального ущерба в случае причинения им убытков. Управляющая компания паевого инвестиционного фонда, инвестиционные паи которого ограничены в обороте, несет ответственность перед владельцами инвестиционных паев, а в случае нарушения требований, установленных ст. 14.1 настоящего Федерального закона, – в размере, предусмотренном указанной статьей.</i>