

Модели корпоративного управления в инвестиционных фондах с точки зрения теории трансакционных издержек

Рассматриваются вопросы корпоративного управления в инвестиционных фондах. Показана возможность формирования корпоративного управления в зависимости от структуры активов и пассивов инвестиционного фонда. Выделены базовые модели корпоративного управления в инвестиционных фондах и их характеристики. Проведен анализ трансакционных издержек в инвестиционных фондах и выделены направления снижения издержек за счет механизмов корпоративного управления.

Ключевые слова: инвестиционный фонд; корпоративное управление; модель корпоративного управления; эффективный рынок; аутсайдерская модель; инсайдерская модель; фонд прямых инвестиций; венчурный фонд; хедж-фонд; трансакционные издержки; управляющая компания; квалифицированный инвестор; специфический актив.

Инвестиционные фонды, как все категории финансовых посредников, обеспечивают привлечение средств (ресурсов) своих участников и формирование на этой основе определенного набора активов, позволяющего рассчитывать на положительный поток доходности, распределяемый в дальнейшем среди участников фонда. Другими словами, ключевым моментом является обеспечение двух видов устойчивых отношений, связанных с формированием:

- пассивов фонда – привлечение средств инвесторов и
- активов фонда – приобретение объектов инвестирования.

На первый взгляд аналогичным образом можно представить деятельность любого финансового посредника, например коммерческого банка или страховой компании. Тем не менее принципиальное отличие инвестиционных фондов заключается в характере отношений, которые связывают его как со своими инвесторами, так и с объектами инвестирования, – **отсутствии гарантий и жестких обязательств**. С одной стороны, объекты инвестирования, как правило, не гарантируют извлечения доходности ни по срокам, ни по суммам. Отсюда становится понятным отсутствие жестких обязательств инвестиционного фонда по отношению к своим инвесторам. С другой стороны, инвесторы могут предоставить принадлежащие им ресурсы даже при подобных, слабо формализованных обязательствах, ведь тем самым они получают доступ к закрытым инвестиционным решениям по сочетанию уровней доходности и риска.

Системное единство указанных процессов формирования активов и пассивов является атрибутивным для всех категорий финансовых посредников. Можно привести в качестве примера жесткую регламентацию требований к кредитным и депозитным портфелям коммерческого банка, внутренний и внешний контроль параметров их соответствия. В несколько ином варианте этот принцип реализуется и в случае страховых компаний. Можно сказать, что принцип взаимоотражения пассивов и активов является экзистенциальным для всех категорий финансовых посредников, в том числе для инвестиционных фондов. Попытке обосновать один из возможных подходов к решению данной проблемы для инвестиционных фондов и посвящена настоящая статья.

* Александр Альбертович Мецгер, канд. техн. наук, доцент, генеральный директор ЗАО «Управляющая компания» (г. Екатеринбург).

Надо отметить, что академическая и прикладная литература, посвященная инвестиционным фондам, просто изобилует работами, посвященными собственно инвестиционным аспектам деятельности. «Формирование оптимального портфеля», «оценка эффективности управления инвестиционным портфелем» – вот основной рефрен источников, выдаваемых по поиску «управление инвестиционными фондами». В гораздо меньшей степени представлен такой аспект функционирования инвестиционных фондов, как формирование его ресурсной базы («портфеля пассивов»). Отечественная литература рассматривает это направление деятельности, как правило, в контексте «проблемы развития инвестиционных фондов» – как ограниченность инвестиционного потенциала, вызванного, в свою очередь, такими причинами, как низкая финансовая грамотность и информированность населения, недоверие к любым формам инвестирования, недостатки развития инфраструктуры коллективного инвестирования и т. д.

Не отрицая этих и целого ряда других негативных моментов, выскажем, тем не менее, сомнение в актуальности всего этого сонма проблем для всех без исключения типов (категорий, видов) инвестиционных фондов, условий их формирования и функционирования.

Ресурсная база (рынок ресурсов) инвестиционных фондов настолько разнообразна, что неизбежно требует определенной типизации, выявления наиболее значимых проблем в рамках той или иной группы и поиска адекватных им решений. Если теперь представить, что аналогичным образом может быть типизирован рынок инвестиционных активов, то можно сформулировать следующее предположение, основанное на принципе взаимного отражения пассивов и активов: *эффективность (устойчивость) инвестиционного фонда достигается при определенных сочетаниях типов инвесторов с определенными типами (классами) инвестиционных активов.*

Надо отметить, что в российской практике мы наблюдаем редкую ситуацию, когда инициатива, в данном случае инициатива систематизации рынка инвестиционных ресурсов и инвестиционных активов, исходила не столько от профессионального сообщества, сколько от государственного регулятора. Речь идет о выделении таких категорий инвесторов, как «квалифицированный» и «неквалифицированный», и определении требований (ограничений) к составу и структуре активов инвестиционных фондов, соответствующих этим категориям инвесторов¹.

Разумеется, российская регуляторная практика лишь следует за общемировыми тенденциями. Богатейший эмпирический опыт индустрии коллективного инвестирования в развитых странах методом проб и ошибок формировал и продолжает формировать механизмы законодательного регулирования и саморегулирования инвестиционных фондов, лучшие практики принятия решений и контроля их исполнения, которые в наибольшей степени отвечают реальным условиям функционирования той или иной категории фондов².

Для решения поставленной ранее задачи необходимо в самом общем виде представить типизацию рынка инвестиционных ресурсов и рынка инвестиционных объектов (инструментов или решений).

¹ Указание Банка России «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» от 5 сентября 2016 г. № 4129-У ; Мецгер А. А., Дружинина Е. И. Институт квалифицированного инвестора как элемент корпоративного управления инвестиционным фондом // Вестник Гуманитарного университета. – 2014. – № 3 (6). – С. 10–19.

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

Рынок инвестиционных ресурсов, как отмечалось выше, принципиальным образом делится на следующие сегменты³:

- **Неквалифицированные инвесторы** – рядовые, неискушенные инвесторы, которые не обладают (да и не должны обладать) необходимыми компетенциями в части принятия относительно сложных инвестиционных решений, но при этом рассчитывают на получение относительно высокой доходности. Даже если эти инвесторы декларируют свою готовность к принятию адекватных рисков, то на практике они склонны к реактивным, рефлекторным решениям, подвержены паническим настроениям в условиях снижения доходности или неоправданной эйфории в противном случае. Как следствие, подобные инвесторы неизбежно требуют повышенной ликвидности своих вложений.

- **Квалифицированные инвесторы** – инвесторы, которые обладают компетенциями в части принятия даже сложных инвестиционных решений и/или адекватным объемом финансовых ресурсов. Наличие этих качеств у капитала и тем более их совмещение позволяют данным инвесторам трезво осознавать и быть готовыми к финансовым потерям и соглашаться на длительные сроки инвестирования – т. е. принимать на себя повышенные риски инвестирования и низкую ликвидность своих вложений.

Рынок инвестиционных активов, на которых реализуют свою деятельность инвестиционные фонды, в свою очередь, также делится на два сегмента:

- **Эффективный рынок** – рынок ликвидных активов, прозрачных и относительно простых инвестиционных решений, основанных, как правило, на техническом или фундаментальном анализе. Хорошей иллюстрацией может служить биржевой рынок финансовых инструментов, на котором осуществляются элементарные сделки купли-продажи активов. Неизбежным следствием высокой информационной эффективности является невозможность формирования устойчивых долгосрочных конкурентных преимуществ⁴, и наиболее адекватной инвестиционной стратегией становится пассивное инвестирование при максимально широкой диверсификации инвестиционного портфеля⁵.

- **Неэффективный рынок** – рынок неликвидных объектов и/или уникальных инвестиционных решений (технологий). Выбор соответствующего объекта инвестирования и/или формирование инвестиционного решения на данном рынке позволяет рассчитывать на значительно более высокую доходность, хотя это неизбежно сопряжено с повышенным риском и/или пониженной ликвидностью⁶.

³ Формальные требования к квалифицированным инвесторам см.: Указание Банка России «О признании лиц квалифицированными инвесторами и порядке ведения реестра лиц, признанных квалифицированными инвесторами» от 29 апреля 2015 г. № 3629-У.

⁴ Создание конкурентных преимуществ на подобном рынке возможно, но требует колоссальных затрат. Например, запуск собственного космического спутника для создания преимуществ в режиме (скорости) осуществления торговых операций. Другим, но, скорее, гипотетическим примером может быть приобретение пакета акций крупной корпорации (например, ПАО «Газпром»!), достаточного для извлечения выгод из доступа к инсайдерской информации.

⁵ Абрамов А., Акшенцева К., Радыгин А. Эффективность паевых инвестиционных фондов: теоретические подходы и опыт России // Экономическая политика. – 2015. – Т. 10, № 4. – С. 60–86; Аипов А. Н. Биржевые инвестиционные фонды (ETF): особенности инструмента и перспективы развития на российском фондовом рынке // Финансы и кредит. – 2016. – Вып. № 7 (679); Беломытцева О. С., Ерыгина Н. С. Развитие ETF в Российской Федерации // Проблемы учета и финансов. – 2015. – № 4 (20); Крейндел В. Рынок открытых фондов в России: будет ли развитие? // Рынок ценных бумаг. – 2015. – № 9. – С. 17–19; Крылов М. Преимущества консервативного подхода к управлению инвестиционным портфелем // Рынок ценных бумаг. – 2015. – № 5. – С. 47–49; Мецгер А. А. Нобелевская премия по экономике за 2013 год и вопросы корпоративного управления в инвестиционных фондах // Вестник Гуманитарного университета. – 2013. – № 3 (3). – С. 10–16.

⁶ Можно привести следующие примеры фондов, которые специализируются на данном рынке: фонды прямых частных инвестиций, венчурные фонды, хедж-фонды.

На основе представленной типизации естественным образом получаем матрицу возможных сочетаний категорий инвесторов и категорий инвестиционных активов (табл. 1).

Таблица 1

**Варианты сочетаний категорий инвесторов и инвестиционных активов
в одном инвестиционном фонде**

Категории инвесторов	Квалифицированные	A	Разрешено законодательством, но не востребовано в силу недостаточной доходности для инвесторов	B	Приемлемая доходность при допустимом уровне риска
	Неквалифицированные	D	Приемлемая доходность при допустимом уровне риска	C	Как правило, запрещено законодательством ввиду избыточного риска для инвесторов
		Эффективный рынок (ликвидные, низкорисковые активы)		Неэффективный рынок (неликвидные, высокорисковые активы)	
Сегмент инвестиционного рынка (категории инвестиционных активов)					

Как мы видим, в силу экономической нецелесообразности (квадрант А) или в силу вполне оправданного законодательного запрета (квадрант С) – в любом случае для дальнейшего рассмотрения и анализа остаются и подтверждаются практикой лишь *два базовых варианта сочетаний «активов» и «пассивов»* инвестиционного фонда:

- инвестиционный фонд для квалифицированных инвесторов, обеспечивающий повышенную доходность на неэффективном рынке за счет активных операций и формирования портфеля уникальных объектов и/или использования соответствующих технологий;
- инвестиционный фонд для неквалифицированных инвесторов, обеспечивающий на эффективном рынке приемлемый уровень инвестиционного риска (широкая диверсификация) и доходности (относительно пассивные низко затратные операции).

Выделение указанных вариантов создает лишь предпосылки устойчивости соответствующих типов инвестиционных фондов через соответствие структуры активов и пассивов, оно является необходимым, но не достаточным условием устойчивости и эффективности. Иными словами, до сих пор мы рассматривали инвестиционный фонд в значительной мере как формальное, хотя и опосредованное, размещение средств определенных инвесторов в соответствующие классы активов по определенному алгоритму. В реальной жизни инвестиционный фонд является гораздо более сложным организмом, в обеспечении деятельности которого участвуют **различные группы и категории лиц**.

Даже в самом простейшем случае такими лицами являются собственно инвесторы и управляющий фондом (управляющая компания). Схема взаимодействия выглядит, действительно, достаточно просто и сводится к 1) аккумулярованию средств отдельных инвесторов и 2) профессиональному управлению этими средствами управляющей компанией в интересах инвесторов. Очевидность и простота

схемы не избавляет ее от атрибутивной проблемы взаимоотношений принципала (инвесторы) и агента (управляющий, менеджер фонда)⁷.

Указанная «агентская проблема» хорошо изучена в классическом корпоративном управлении, в рамках его **узкой трактовки**⁸. Более того, теория и практика корпоративного управления сформулировали набор эффективных механизмов, позволяющих если и не устранить, то снизить негативные последствия агентской проблемы (агентские издержки, оппортунизм менеджеров и т. д.). Набор этих механизмов получил свое воплощение в т. н. **«аутсайдерской модели»** корпоративного управления. Название модели подчеркивает, что ключевая группа участников (собственников корпорации) предоставляет основные ресурсы в компанию, но фактически не участвует в управлении ею. Другое название этой же модели («рыночная»), определяет характер присущих ей основных механизмов – все они в значительной степени ориентированы на регулирующее действие рыночных процессов. Ярким примером может служить регулирующее воздействие рынка ценных бумаг (акций) корпораций. Эффективный рынок акций:

- обеспечивает достаточно объективную оценку труда менеджмента, исходя из динамики капитализации компании (формирование систем мотивации, опционные программы и пр.);
- создает предпосылки для возникновения т. н. «рынка корпоративного контроля» – снижение капитализации компании несет угрозу формирования концентрированного контроля над ней и смену неэффективного менеджмента.

Однако выделение в качестве основных участников отношений исключительно инвесторов фонда и его менеджеров (управляющих) правомерно не для всех форматов современных инвестиционных фондов. Существует немало инвестиционных фондов, для которых в силу количества значимых участников отношений, сложности этих отношений более актуально рассмотрение корпоративного отношения уже в **расширительной трактовке**⁹.

Количество значимых участников существенно возрастает в случае, например, венчурных фондов, фондов прямых инвестиций или хедж-фондов. Рассмотрим это утверждение подробнее.

Фонды прямых инвестиций (*Private Equity Fund*). В данном случае инвестиционная стратегия фонда также сводится к формированию некоторого набора (портфеля) активов, но итоговый инвестиционный результат формируется не пассивным образом (например, получение дивидендов), а через активное взаимодействие с объектом инвестирования или даже воздействие на него¹⁰. Как правило, фонд прямых инвестиций среди анализируемого множества компаний (эмитентов или реципиентов капитала) выбирает объект инвестирования, который обладает определенным набором необходимых конкурентных преимуществ (бизнес-идея, команда, продукт, рынок и т. д.). Принципиально важно, что реализация этих кон-

⁷ Абрамов А. Е. Инвестиционные фонды: Доходность и риски, стратегии управления портфелем, объекты инвестирования в России. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. – 416 с. ; Свенсен Д. Ф. Секреты стабильно высокой доходности от легенды мира инвестиций : пер. с англ. – М. : Эксмо, 2009 ; Харченко Л. П. Классификация механизмов, обеспечивающих функционирование и развитие инвестиционных фондов в России // Проблемы современной экономики. – 2011. – № 3 (39).

⁸ Мецгер А. А., Первушина А. В. Корпоративное управление : учеб. пособие для вузов. – 3-е изд., доп. – Екатеринбург : Гуманитарный ун-т, 2013. – С. 22.

⁹ Там же. С. 27.

¹⁰ Гусамов С. А. Методы и результаты исследований доходности фондов прямых инвестиций // Корпоративные финансы. – 2014. – № 4 (32) ; Казак А. Ю., Юзвович Л. И., Пироговский О. М. Фонды прямых инвестиций как способ увеличения стоимости компании // Финансы и кредит. – 2010. – № 43 (427). – С. 10–13 ; Нагорных А. Российский рынок прямых инвестиций 2014 г.: итоги и основные тренды // Рынок ценных бумаг. – 2015. – № 5. – С. 9–11 ; Шицле Д. Российский рынок Private Equity – окно возможностей для искушенных инвесторов // Рынок ценных бумаг. – 2015. – № 5. – С. 18–19.

курентных преимуществ невозможна в силу недостатка внутреннего или внешнего финансирования. Именно это финансирование и представляет фонд прямых инвестиций чаще всего через приобретение доли в бизнесе, например пакета акций, реже – через предоставление заемных средств на определенных условиях. Инвестиционная идея состоит в том, что возникшая «система конкурентных преимуществ» обеспечит не обязательно стремительный, но существенный рост стоимости бизнеса, а значит, и стоимость доли инвестиционного фонда в нем.

Очевидно, что в рассматриваемом случае объект инвестирования получает определенную субъектность – успех каждой конкретной инвестиции возможен лишь в рамках учета интересов не только инвесторов фонда и его управляющих, но и команды менеджеров финансируемого предприятия, как одного из ключевых факторов успеха. Увеличение количества участников инвестиционного процесса¹¹, усложнение характера их взаимоотношений дополняются длительностью и определенной необратимостью данного процесса. Образно говоря, на весь инвестиционный период, а этот период может занимать 3–5 и более лет, участники образуют своеобразную «корпорацию», успешность которой зависит от согласованности действий, наличия внутренних механизмов разрешения возможных конфликтов и т. д. Разрешить конфликт путем апеллирования к «внешнему миру» или «голосования ногами» невозможно. Это касается как менеджмента инвестируемой компании (специальные оговорки в инвестиционных соглашениях или соответствующие ковенанты), так и собственно инвестиционного фонда. Напомним, что инвестиционная идея как раз и состоит в инвестировании в низколиквидные ценные бумаги предприятия с перспективой повышения их стоимости и ликвидности¹².

Дополнительную многомерность отношений инвестиционного фонда и инвестируемой компании добавляет то обстоятельство, что фонд прямых инвестиций выступает не только финансовым инвестором. В большинстве случаев, являясь прямо заинтересованным в успешности проекта по росту капитализации компании, фонд активно участвует в передаче имеющихся компетенций по организации бизнес-процессов, рыночных контактов, выстраиванию системы корпоративного управления¹³. Можно отметить и роль саморегулируемых организаций индустрии

¹¹ В большинстве случаев в число участников и заинтересованных лиц неизбежно включают такие группы, как трудовой коллектив, кредиторы финансируемой компании, местные органы власти и т. д.

¹² Формирование «ликвидности» ценных бумаг инвестируемого предприятия является одним из ключевых условий, определяемых еще на предынвестиционной стадии. Как правило, ликвидность, т. е. возможность фонда «выйти из проекта», обеспечивается одним из следующих вариантов: выводом ценных бумаг на биржу; продажей пакета акций менеджменту инвестируемой компании (механизм *MBO – management buy-out*) или стратегическому инвестору.

¹³ Писаренков А. Г. Фонды прямых инвестиций и корпоративное управление : рабочая программа дисциплины. – М. : МГУ им. М. В. Ломоносова. Московская школа экономики, 2014 ; Code of Private Equity Governance. – URL: <https://www.avcal.com.au/documents/item/48> ; Cornelli F. Private Equity and Corporate Governance: Do LBOs Have More Effective Boards? – URL: [http://www.ecgi.org/competitions/rof/files/Do%20LBOs%20have%20more%20effective%20boards,%20\(Cornelli,%20Karakas\).pdf](http://www.ecgi.org/competitions/rof/files/Do%20LBOs%20have%20more%20effective%20boards,%20(Cornelli,%20Karakas).pdf) ; O'Brien D. I. The private equity board: a good governance model? – URL: <http://www.egonzehnder.com/leadership-insights/the-private-equity-board-a-good-governance-model.html> ; Private Equity & Corporate Governance: a company perspective. – URL: <http://www.guberna.be/sites/default/files/pubs/Executive%20summary%20PE.pdf> ; Private Equity players making the business case for responsible investment. – URL: <http://www.pwc.ru/en/press-releases/2016/responsible-investing.html> ; Professional Standards. European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA). – URL: <https://www.investeurope.eu/media/431779/Invest-Europe-Professional-Standards-Handbook-2015.pdf> ; Sullivan P. H., Lim G. Corporate governance and private equity. – URL: http://www.globalcorporategovernance.com/023_027.htm

фондов прямых инвестиций в обеспечении выработки и соблюдения стандартов корпоративных отношений¹⁴.

Венчурные фонды (*Venture Fund*). В целом стратегия данных фондов соответствует стратегии фондов прямых инвестиций – приобретению долей в бизнесах на их ранних стадиях (*startup company, startup*) с надеждой на рост их стоимости по мере снижения рисков и практического воплощения бизнес-идеи¹⁵. Как и в случае фондов прямых инвестиций, венчурные фонды выстраивают сложные взаимосвязи с инвестируемыми компаниями и их менеджментом. Как уже отмечалось, это обеспечивает, с одной стороны, повышение вероятности успеха, а с другой – взаимную ответственность и защиту прав участников инвестиционного процесса, что, в конечном счете, отвечает интересам инвесторов фонда. Некоторую специфику имеет такая разновидность венчурных фондов, как **фонды посевных инвестиций** (*Seed Fund*). Выбор объектов инвестирования осуществляется среди инициаторов бизнес-идей, когда трудно, невозможно или слишком затратно выстраивать более или менее сложные схемы взаимоотношений с инициаторами проекта, в том числе в части формализации и защиты прав инвесторов. Как следствие, реальная экономическая рентабельность подобных фондов, как правило, если и положительна, то существенно ниже рентабельности других форм коллективного венчурного инвестирования¹⁶. Не случайно фонды посевных инвестиций аккумулируют средства, принадлежащие, как правило, государству и/или некоммерческим организациям.

Хедж-фонды (*Hedge Fund*). Данная категория фондов появилась в конце 40-х гг. прошлого века как ответ на потребность в высокорисковом, слаборегулируемом, но и, как следствие, высокодоходном формате коллективного инвестирования. Хедж-фонды реализуют самые различные стратегии инвестирования, которые существенно сложнее, чем простое владение определенным инвестиционным портфелем. Во многих случаях реализация стратегии предполагает активное взаимодействие с другими участниками и/или активное воздействие на объект инвестирования.

В качестве примера можно привести технику использования *левериджа*, т. е. привлечения дополнительного, но уже заемного капитала, который обеспечивает увеличение доходности используемого капитала инвесторов фонда. Как правило, в качестве кредиторов в подобных стратегиях участвуют **коммерческие банки**, и их участие не является формальным или поверхностным. Во-первых, коммерческий банк, как профессиональный участник, предоставляет капиталы лишь на условиях необходимого уровня гарантий и защиты собственных интересов. Во-вторых, коммерческий банк обеспечивает непрерывность контроля за реализацией инвестиционного процесса и, как будет показано ниже, может рассматриваться как один из механизмов внутреннего (инсайдерского) контроля.

Другим примером, когда в инвестиционный процесс вовлекаются различные группы значимых участников, является стратегия, основанная на получении инвестиционного результата путем слияний и поглощений (рынок *mergers and acquisitions, M&A*) или, наоборот, дробления компаний, в которые осуществляются инвестиции. Возникновение планируемого синергетического эффекта от подобных операций неизбежно требует вовлечения в процесс менеджмента и/или собственников компаний – объектов инвестирования.

¹⁴ Например, Европейская ассоциация прямых инвестиций и венчурного капитала (URL: <http://www.evca.eu>).

¹⁵ Сытник А. А., Колотырин Д. А. Классификация венчурных фондов // Известия Саратовского университета. Новая серия. Серия : Экономика. Управление. Право. – 2014. – Т. 14, № 4.

¹⁶ Абрамов А., Акшенцева К., Радыгин А. Указ. соч.

Наконец, в качестве еще одного специфического аспекта деятельности как хедж-, так и фондов прямых инвестиций следует отметить различия в правах и обязанностях даже самих инвесторов фонда. Во многих случаях, и это оправдано практикой функционирования подобных категорий фондов, они создаются в форме коммандитного товарищества или товарищества на вере (нем. *Kommanditgesellschaft*). Принципиальным в данном случае становится выделение двух категорий инвесторов или участников фонда¹⁷: 1) общие партнеры (*Komplementär, General Partner, Sponsor*) с неограниченной ответственностью и 2) ограниченные партнеры (*Kommanditisten, Limited Partners, Kommanditäre*), ответственность которых ограничена их фиксированными взносами в партнерство. Как правило, и это фиксируется во внутренних документах фонда, именно первая группа участников формирует и реализует собственно процесс управления фондом. Вторая группа несет лишь ограниченную ответственность, но фактически не участвует в процессе управления фондом.

Учитывая различия в совокупности полномочий у данных групп инвесторов, возможное расхождение инвестиционных интересов или предпочтений, можно говорить о наличии потенциального конфликта, но уже не по классической оси «менеджеры – инвесторы», а по оси «инвесторы – инвесторы». В определенной мере этот конфликт характерен для корпораций с концентрированной структурой собственности. В последнем случае мажоритарные (крупные, контролирующие) собственники получают возможность, контролируя менеджмент или совмещая в одном лице функции владения и управления, обеспечивать достижение собственных интересов в ущерб интересам других инвесторов или участников корпоративных отношений.

Несмотря на атрибутивную «инвестиционную свободу», характерную для индустрии хедж-фондов, вопросы ответственности их участников (инвесторов, менеджеров), ответственности самих фондов уже давно стали предметом регулирования, этот процесс приобрел особое значение на фоне финансовых шоков 2007–2008 гг. К настоящему времени разработано значительное количество регламентирующих документов на уровне национальных и отраслевых стандартов (кодексов поведения), в большей или меньшей степени отражающих примеры наилучшей практики корпоративного управления для данной категории фондов¹⁸.

Таким образом, даже беглый обзор указанных фондов позволяет выделить ряд особенностей их функционирования как «инвестиционных корпораций»¹⁹.

Успешность функционирования подобных корпораций уже не может рассматриваться исключительно с точки зрения ее инвесторов. Более того, сама категория «инвесторы» в ряде случаев не является гомогенной, и в ней самой выделяются группы с различными интересами и возможностями. Кроме того, жизнеспособность фонда зависит не только от капитала его инвесторов и профессионализма управления данным капиталом управляющими, но и от активного участия других

¹⁷ Hedge-Fonds Marktentwicklung, Risiken und Regulierung // Positionspapier der Eidg. Bankenkommision. – September 2007. – URL: https://www.finma.ch/FinmaArchiv/ebk/d/publik/medienmit/20070910/20070910_02.pdf

¹⁸ Corporate governance in hedge funds: Investor Survey 2011. – URL: <http://www.carnegroup.com/wp-content/uploads/2012/06/Carne-Hedge-Fund-Governance-Survey.pdf> ; Hedge-Fonds Marktentwicklung, Risiken und Regulierung ... ; Lehmann B. N. Corporate Governance and Hedge Fund Management. – URL: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.600.7089&rep=rep1&type=pdf>

¹⁹ Мецгер А. А. Корпоративное управление в паевых инвестиционных фондах: современное состояние и резервы совершенствования // Новые тенденции в развитии российской модели корпоративного управления: посткризисные уроки и выводы : колл. монография / науч. ред. И. Н. Ткаченко. – Екатеринбург : Изд-во УрГЭУ, 2011. – Кн. 1. – С. 48–59 ; Мецгер А. А. Нобелевская премия по экономике за 2013 год и вопросы корпоративного управления в инвестиционных фондах ...

заинтересованных лиц: кредиторов, менеджмента инвестируемых компаний и других участников.

Второй особенностью является характер инвестиционного процесса, который реализуется или на неэффективных рынках (например, фонды прямых и венчурных инвестиций), или на эффективных рынках (например, хедж-фонды), с использованием ликвидных инструментов, но путем создания специфических, уникальных продуктов. Как следствие:

- отсутствует или затруднена возможность использования объективных рыночных показателей для оценки труда менеджеров;
- участникам, и в первую очередь инвесторам, затруднен «выход» из корпорации, чем уменьшается возможность разрешения агентской проблемы через механизм «голосования ногами», угрожающий сменой неэффективного управления.

В более широком смысле это означает слабую возможность использования рыночных механизмов как для 1) диагностирования избыточных внутренних издержек трансакций (отлынивания, шантажа и т. д. со стороны отдельных участников), так и для 2) снижения уровня этих издержек.

Тем не менее слабость рыночных механизмов отнюдь не означает невозможности создания модели, обеспечивающей эффективность взаимодействия различных групп участников – контроль их обязательств и защиту интересов. Образно говоря, на смену внешним, рыночным механизмам приходят внутренние механизмы оценки и согласования. Другими словами, мы имеем дело с другой базовой моделью, которая в случае предпринимательских корпораций получила название **«инсайдерская модель»**.

Отсутствие рыночных механизмов диагностирования и преодоления конфликтов интересов компенсируется наличием у участников корпоративных отношений необходимых компетенций²⁰. Поясним это путем сравнения двух инвестиционных фондов: 1) фонда, ориентированного на неквалифицированных инвесторов и формирующего портфель на высокоэффективном, ликвидном рынке и 2) фонда, предназначенного для квалифицированных инвесторов и, как следствие, реализующего различные инвестиционные стратегии на неэффективных, низколиквидных рынках.

В первом случае даже неквалифицированные инвесторы способны оценить профессионализм своих управляющих, в зависимости от динамики стоимости принадлежащих им ценных бумаг фонда. А при неблагоприятном развитии событий – потребовать выкупа этих ценных бумаг управляющими, что неизбежно сократит размер вознаграждения последних, например через снижение стоимости чистых активов фонда. Просто и достаточно действенно, но при одном условии – наличии эффективного рынка!

Во втором случае инвестиции осуществляются на неэффективных рынках, отсутствует внешняя и объективная информация о результативности принятых инвестиционных решений. Дефицит такой информации компенсируется теми или иными, самыми разными, внутренними механизмами в априорной или апостериорной оценке принимаемых решений. Например, в инвестиционных фондах могут быть сформированы инвестиционные комитеты или советы директоров²¹. Как и в случае предпринимательских корпораций, эти органы корпоративного контроля позволяют преодолеть отчужденность инвесторов от оценки результатов управления фондом. Профессиональный и, как правило, независимый состав данных комитетов и советов позволяет (не вмешиваясь в текущее управление) обеспечивать оценку соответствия стратегии фонда заявляемым целям, интересам инвесто-

²⁰ Мецгер А. А. Систематизация форм и методов инвестирования на рынке предметов искусства с точки зрения корпоративного управления // Известия УрГЭУ. – 2014. – № 5 (55). – С. 31–37.

²¹ Мецгер А. А., Дружинина Е. И. Указ. соч.

ров. В случае фондов прямых инвестиций подобные органы корпоративного управления позволяют учитывать интересы не только инвесторов, но и инвестируемых компаний, а в случае хедж-фондов – интересы кредиторов, т. е. коммерческих банков. Хотя надо признать, что в большинстве случаев коммерческие банки предпочитают выстраивать контроль над финансируемым фондом через кредитные соглашения.

Специфика выделенных подходов к корпоративному управлению в инвестиционных фондах и соответствующие модели представлена в таблице 2.

Таблица 2

Основные подходы корпоративного управления и соответствующие им базовые подходы к корпоративному управлению в инвестиционных фондах

Узкая трактовка (аутсайдерская модель)	Широкая трактовка (инсайдерская модель)
Корпоративное управление	
система подотчетности, контроля и мотивации менеджеров, обеспечивающая соблюдение интересов инвесторов фонда	процесс, в соответствии с которым устанавливается баланс интересов, как инвесторов фонда, так и других участников (субъектов) инвестиционного процесса
Основная проблема корпоративного управления	
нарушение интересов инвесторов со стороны управляющих фондом как один из вариантов проявления агентской проблемы	формирование устойчивой и эффективной системы взаимодействия участников с различными, зачастую противоположными интересами
Границы применимости	
инвестиции фонда осуществляются на эффективных ликвидных рынках, а его формирование происходит за счет средств рядовых неквалифицированных инвесторов	инвестиции фонда осуществляются на малоэффективных и неликвидных рынках, что требует привлечения средств квалифицированных инвесторов и/или вовлечения в инвестиционный процесс других групп заинтересованных лиц
Значение отдельного объекта инвестирования или конкретного инвестора	
низкое (дисперсное) - результат отдельного инвестиционного решения в портфеле фонда или выход конкретного инвестора не влияет на устойчивость фонда	высокое (концентрированное) – результат отдельного инвестиционного решения или выход конкретного инвестора способны повлиять на устойчивость фонда
Характер механизмов корпоративного управления	
рыночный – основан на свободном получении объективной информации и осуществлении рыночных трансакций с минимальными издержками	иерархичный – основан на согласованном обмене информацией между участниками и ее оценке в соответствии с внутренними регламентами и процедурами

Проведенный к настоящему моменту анализ особенностей функционирования различных типов инвестиционных фондов, характера и проблематики вопросов корпоративного управления, способов (моделей) решения этих вопросов представляет собой пример эмпирического обобщения и систематизации. Попробуем теперь вывести данный анализ на уровень некоторого теоретического обобщения. В качестве методологической базы в данном случае целесообразно использовать современную институциональную теорию, теорию трансакционных издержек, и в частности теорию специфических активов О. Уильямсона²².

²² Мецгер А. А. К вопросу о соотношении теории трансакционных издержек и корпоративного управления // Россия в мире XXI века: между насилием и диалогом : материалы XVI Междунар. научно-практической конференции Гуманитарного университета, 15–16 апреля 2013 года : докла-

В таком случае инвестиционный фонд, осуществляя инвестиционные операции (операции с формированием структуры активов) или операции по привлечению ресурсов своих инвесторов (операции по формированию структуры пассивов) делает выбор между двумя альтернативами: 1) осуществлением рыночных трансакций по приобретению актива (пассива) или 2) «включением» актива (пассива) в состав «фирмы» – созданием «иерархии», или одного из вариантов гибридных форм²³.

При формировании инвестиционного портфеля фонда проще всего представить осуществление именно рыночных трансакций, которые неизбежно приводят к рыночным трансакционным издержкам. На эффективном, ликвидном, например биржевом, рынке эти издержки будут минимальны, что определяет наименее затратную и эффективную стратегию – приобретение миноритарных долей (например, пакетов акций) с максимально широкой диверсификацией. Дело в том, что поиск «наилучшего» объекта инвестиций (момента осуществления инвестиций) на данном рынке практически лишен смысла: все объекты практически идентичны в соотношении риск/доходность.

С другой стороны, реализация данной стратегии на неэффективном рынке ведет к катастрофическому росту трансакционных издержек. Например, при покупке миноритарных долей компаний, которые не допущены к биржевым торгам, с непрозрачным бизнесом, с короткой историей существования и т. д. Попытка получения необходимой информации для принятия решений даже по одной компании связана со значительными издержками (особенно если инвестор миноритарный!), а эту величину надо еще и умножить на значительное количество объектов инвестирования.

Снижение издержек в подобном случае возможно за счет полного или существенного отказа от рыночной трансакции и включения в той или иной форме данного актива в состав «инвестиционной корпорации». Данная технология наиболее очевидно демонстрируется в случае рассмотренных выше фондов прямых инвестиций. Приобретение долей в ограниченном числе инвестируемых компаний уже снижает величину трансакционных издержек. Кроме того, достаточно крупная (не миноритарная!) величина доли облегчает получение необходимой информации для мониторинга осуществленных инвестиций.

Сразу необходимо отметить, что отказ от издержек рыночных трансакций не исключает издержек взаимодействия как таковых. Включение актива в состав инвестиционного фонда по-прежнему сохраняет потенциал оппортунистического поведения субъектов, влияющих на данный актив: непредоставления информации, отлынивания, вымогательства и шантажа²⁴. Однако теперь на преодоление этих внутренних трансакций работает созданная иерархия отношений между инвестиционным фондом и объектом инвестирования. Разумеется, создание и поддержание иерархии отношений требует затрат, но при этом такие затраты неэластичны или слабо возрастают по мере увеличения специфичности объектов инвестирования. Типичным примером может служить выстроенная в рамках фонда прямых инвестиций структура согласования интересов участников, оценки риска, принятия и контроля инвестиционных решений. Создание этой структуры, т. е. разработка соответствующих положений, регламентов, кодексов, систем мотива-

ды / редкол.: Л. А. Закс и др. : в 2 т. – Екатеринбург : Гуманитарный ун-т, 2013. – Т. 2 – С. 36–39 ; Мещер А. А. Модели корпоративного управления с точки зрения внутренних трансакционных издержек // Вестник Гуманитарного университета. – 2013. – № 1 (1). – С. 64–69.

²³ Шаститко А. Е. Методологии институциональных исследований (к 80-летию статьи Рональда Коуза «Природа фирмы») // Вопросы экономики. – 2016. – № 8. – С. 96–119.

²⁴ Экономическая теория. Институциональная экономическая теория : [сайт]. – URL: <http://ekonomichesk-ru.1gb.ru/o-proekte.htm>

ции менеджеров и пр., требует весьма значительных затрат, но только такая структура позволяет преодолеть антагонизм интересов различных участников, их взаимный оппортунизм в условиях специфичности интересов.

Процесс **формирования структуры пассивов инвестиционного фонда** аналогичным образом можно представить в двух базовых вариантах.

В первом случае фонд привлекает средства своих инвесторов на открытом рынке, в режиме рыночных трансакций – свободной продажи и покупки ценных бумаг фонда (примером являются т. н. открытые фонды). Если провести определенную аналогию с рассмотренным выше рынком активов (объектов инвестирования), то можно утверждать, что данная стратегия наиболее приемлема в случае привлечения средств от типовых рядовых мелких инвесторов. Трансакции по смене подобных мелких инвесторов никоим образом не сказываются на устойчивости фонда. При этом любая попытка найти среди множества подобных инвесторов уникального инвестора по сумме располагаемых ресурсов, да еще и согласного на отказ от ликвидности своих вложений на длительный срок, заведомо ведет к росту трансакционных издержек.

Совершенно иной должна быть стратегия привлечения «специфических» инвесторов, т. е. инвесторов, выходящих по своим характеристикам за пределы понятия «рядовой и неквалифицированный инвестор». Если отношения с данными инвесторами выстраивать в режиме рыночных трансакций, то величина трансакционных издержек стремительно пойдет вверх – выход даже одного инвестора из состава участников приводит к значительному или даже неприемлемому росту издержек трансакций по его замене в составе «портфеля пассивов». Более того, осознание данного положения только усиливает оппортунизм данных инвесторов – образно говоря, возникает проблема оппортунизма уже не агентов, а принципалов!

Таким образом, стратегия привлечения ресурсов от уникальных, специфических инвесторов подразумевает их инкорпорирование – формирование долгосрочных взаимно обязывающих отношений. Как уже件нятно, на смену издержкам рыночных трансакций приходят издержки формирования иерархии, системы указанных отношений. Как уже отмечалось при рассмотрении операций с активами фонда, создание данной иерархии требует затрат, но при этом данные затраты неэластичны или слабо возрастают по мере увеличения специфичности инвесторов²⁵.

Теперь мы можем подвести определенные итоги и сформулировать основные принципы успешного формирования и поддержания эффективного функционирования инвестиционных фондов с точки зрения минимизации внешних (рыночных) трансакционных издержек и издержек внутренних трансакций (на создание устойчивой иерархии структуры активов и пассивов).

1. Формирование инвестиционных фондов с рыночной (аутсайдерской) моделью корпоративного управления целесообразно на эффективном рынке инвестиционных активов и формирования дисперсной структуры пассивов – путем привлечения ресурсов от значительного числа рядовых неквалифицированных, неуникальных инвесторов. В данном случае механизмы корпоративного контроля, характерные для данной модели, эффективно препятствуют росту рыночных трансакционных издержек, а издержки внутренних трансакций практически отсутствуют, поскольку отсутствует необходимость построения внутренней иерархии согласования и учета интересов участников.

²⁵ Например, создание инвестиционных комитетов в закрытых паевых инвестиционных фондах, предназначенных для квалифицированных инвесторов, приводит к неизбежному ослаблению позиций управляющих, т. е. к потенциальному проявлению их оппортунизма (см.: Харченко Л. П. Указ. соч.).

2. Инвестиционные фонды с инсайдерской моделью корпоративного управления, напротив, обеспечивают минимизацию транзакционных издержек на неэффективном рынке активов, при использовании или формировании уникальных объектов и схем инвестирования, при вовлечении в процесс инвестирования субъектов (групп участников), зачастую с различными интересами и ожиданиями. Отказ от рыночных транзакций позволяет устранить неизбежно высокие в данном случае рыночные транзакционные издержки и заменить их на издержки внутренних согласований, контроля и мотивации. Уровень последних вполне оправдан и контролируем в случае образования внутренней иерархии принятия решений, стандартов и кодексов поведения участников и т. д.

Литература

1. Абрамов А., Акшенцева К., Радыгин А. Эффективность паевых инвестиционных фондов: теоретические подходы и опыт России // Экономическая политика. – 2015. – Т. 10, № 4. – С. 60–86.
2. Абрамов А. Е. Инвестиционные фонды: Доходность и риски, стратегии управления портфелем, объекты инвестирования в России. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. – 416 с.
3. Аипов А. Н. Биржевые инвестиционные фонды (ETF): особенности инструмента и перспективы развития на российском фондовом рынке // Финансы и кредит. – 2016. – Вып. № 7 (679).
4. Беломытцева О. С., Ерыгина Н. С. Развитие ETF в Российской Федерации // Проблемы учета и финансов. – 2015. – № 4 (20).
5. Гусамов С. А. Методы и результаты исследований доходности фондов прямых инвестиций // Корпоративные финансы. – 2014. – № 4 (32).
6. Казак А. Ю., Юзвович Л. И., Пироговский О. М. Фонды прямых инвестиций как способ увеличения стоимости компании // Финансы и кредит. – 2010. – № 43 (427). – С. 10–13.
7. Крейндель В. Рынок открытых фондов в России: будет ли развитие? // Рынок ценных бумаг. – 2015. – № 9. – С. 17–19.
8. Крылов М. Преимущества консервативного подхода к управлению инвестиционным портфелем // Рынок ценных бумаг. – 2015. – № 5. – С. 47–49.
9. Мецгер А. А., Дружинина Е. И. Институт квалифицированного инвестора как элемент корпоративного управления инвестиционным фондом // Вестник Гуманитарного университета. – 2014. – № 3 (6). – С. 10–19.
10. Мецгер А. А. Зарубежный опыт формирования модели корпоративного управления в инвестиционных фондах // Вестник Гуманитарного университета. – 2013. – № 2 (2). – С. 36–45.
11. Мецгер А. А. К вопросу о соотношении теории транзакционных издержек и корпоративного управления // 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. – С. 36–39.
12. Мецгер А. А. Корпоративное управление в паевых инвестиционных фондах: современное состояние и резервы совершенствования // Новые тенденции в развитии российской модели корпоративного управления: посткризисные уроки и выводы : колл. монография / науч. ред. И. Н. Ткаченко. – Екатеринбург : Изд-во УрГЭУ, 2011. – Кн. 1. – С. 48–59.
13. Мецгер А. А. Модели корпоративного управления с точки зрения внутренних транзакционных издержек // Вестник Гуманитарного университета. – 2013. – № 1 (1). – С. 64–69.
14. Мецгер А. А. Нобелевская премия по экономике за 2013 год и вопросы корпоративного управления в инвестиционных фондах // Вестник Гуманитарного университета. – 2013. – № 3 (3). – С. 10–16.
15. Мецгер А. А., Первушина А. В. Корпоративное управление : учеб. пособие для вузов. – 3-е изд., доп. – Екатеринбург : Гуманитарный ун-т, 2013. – 768 с.

16. Мецгер А. А. Систематизация форм и методов инвестирования на рынке предметов искусства с точки зрения корпоративного управления // Известия УрГЭУ. – Екатеринбург: УрГЭУ, 2014. – № 5 (55). – С. 31–37.
17. Нагорных А. Российский рынок прямых инвестиций 2014 г.: итоги и основные тренды // Рынок ценных бумаг. – 2015. – № 5. – С. 9–11.
18. Писаренков А. Г. Фонды прямых инвестиций и корпоративное управление : рабочая программа дисциплины. – М. : МГУ им. М. В. Ломоносова. Московская школа экономики, 2014.
19. Свенсен Д. Ф. Секреты стабильно высокой доходности от легенды мира инвестиций : пер. с англ. – М. : Эксмо, 2009.
20. Сытник А. А., Колотырин Д. А. Классификация венчурных фондов // Известия Саратовского университета. Новая серия. Серия : Экономика. Управление. Право. – 2014. – Т. 14, № 4.
21. Указание Банка России «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» от 5 сентября 2016 г. № 4129-У.
22. Указание Банка России «О признании лиц квалифицированными инвесторами и порядке ведения реестра лиц, признанных квалифицированными инвесторами» от 29 апреля 2015 г. № 3629-У.
23. Харченко Л. П. Классификация механизмов, обеспечивающих функционирование и развитие инвестиционных фондов в России // Проблемы современной экономики. – 2011. – № 3 (39).
24. Шаститко А. Е. Методологии институциональных исследований (к 80-летию статьи Рональда Коуза «Природа фирмы») // Вопросы экономики. – 2016. – № 8. – С. 96–119.
25. Шицле Д. Российский рынок Private Equity – окно возможностей для искушенных инвесторов // Рынок ценных бумаг. – 2015. – № 5. – С. 18–19.
26. Экономическая теория. Институциональная экономическая теория : [сайт]. – URL: <http://ekonomichesk-ru.1gb.ru/o-proekte.htm>
27. Code of Private Equity Governance. – URL: <https://www.avcal.com.au/documents/item/48>
28. Cornelli F. Private Equity and Corporate Governance: Do LBOs Have More Effective Boards? – URL: [http://www.ecgi.org/competitions/rof/files/Do%20LBOs%20have%20more%20effective%20boards,%20\(Cornelli,%20Karakas\).pdf](http://www.ecgi.org/competitions/rof/files/Do%20LBOs%20have%20more%20effective%20boards,%20(Cornelli,%20Karakas).pdf)
29. Corporate governance in hedge funds: Investor Survey 2011. – URL: <http://www.carnegroup.com/wp-content/uploads/2012/06/Carne-Hedge-Fund-Governance-Survey.pdf>
30. Hedge-Fonds Marktentwicklung, Risiken und Regulierung // Positionspapier der Eidg. Bankenkommission. – September 2007. – URL: https://www.finma.ch/FinmaArchiv/ebk/d/publik/medienmit/20070910/20070910_02.pdf
31. Lehmann B. N. Corporate Governance and Hedge Fund Management. – URL: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.600.7089&rep=rep1&type=pdf>
32. O'Brien D. I. The private equity board: a good governance model? – URL: <http://www.egonzehnder.com/leadership-insights/the-private-equity-board-a-good-governance-model.html>
33. Private Equity & Corporate Governance: a company perspective. – URL: <http://www.guberna.be/sites/default/files/pubs/Executive%20summary%20PE.pdf>
34. Private Equity players making the business case for responsible investment. – URL: <http://www.pwc.ru/en/press-releases/2016/responsible-investing.html>
35. Professional Standards. European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA). – URL: <https://www.investeurope.eu/media/431779/Invest-Europe-Professional-Standards-Handbook-2015.pdf>
36. Sullivan P. H., Lim G. Corporate governance and private equity. – URL: http://www.globalcorporategovernance.com/023_027.htm

Alexander Al'bertovich Metzger,

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

**Models of Corporate Governance in Investment Funds
from the Point of View of the Theory of Transactional Costs**

The issues of corporate governance in investment funds are considered. The paper shows the possibility of forming the corporate governance of investment fund depending on the structure of assets and liabilities. Basic models of corporate governance in investment funds with their characteristics are highlighted. The analysis of transaction costs in investment funds was conducted and the directions of cost reduction at the expense of corporate governance mechanisms are highlighted.

Key words: investment fund; corporate governance; corporate governance model; effective market; outsider model; insider model; private equity fund; venture fund; hedge fund; transaction costs; managing company; qualified investor; specific asset.