

Механизм формирования вознаграждений управляющих инвестиционными фондами как элемент корпоративного управления

Рассматриваются методологические вопросы формирования вознаграждения управляющих компаний инвестиционных фондов. Показана специфика разрешения конфликта интересов принципалов (инвесторов) и агентов (управляющих) в условиях инвестиционных корпораций. Высказана гипотеза о предпочтительности фиксированной формы вознаграждения или переменного вознаграждения от результата в зависимости от базовых условий функционирования инвестиционного фонда. В качестве таких условий предлагается рассматривать: степень эффективности рынка инвестиционных активов, уровень квалификации инвесторов, активный или пассивный стиль управления портфелем фонда.

Ключевые слова: инвестиционный фонд; агентская проблема; корпоративное управление; модель корпоративного управления; эффективный рынок; аутсайдерская модель; инсайдерская модель; вознаграждение управляющей компании; активное и пассивное управление портфелем фонда; бенчмарк; фиксированное вознаграждение; переменное вознаграждение от результата; индексный фонд.

JEL: G11, G23, G34

Стремительное развитие индустрии новых финансовых технологий, или финтех (*FinTech*), и в частности различных технологий краудфандинга и инвестфандинга (*Crowd-, Investfunding*), создают определенную основу для радикальных заявлений о «конце истории» классических форм финансового посредничества (коммерческие банки, инвестиционные фонды, страховые компании и т. д.). Не отрицая значительного потенциала дальнейшего роста подобных технологий трансформации сбережений в инвестиции, тем не менее следует признать более взвешенным тезис о взаимодополнении и взаимообогащении традиционных и новых форм¹:

- новые формы трансформации ресурсов в инвестиции неизбежно займут рыночные ниши, на которых традиционные формы не смогут быть конкурентоспособными в части доходности, риска, уровня трансакционных издержек;

- традиционные формы, подстегиваемые, с одной стороны, конкурентным давлением, а с другой стороны, активно используя новые информационные и коммуникационные технологические решения, вполне уверенно могут удерживать значительные рыночные ниши. В конечном счете, никто не отменял человеческую, эмоциональную сторону дела в части финансовых и инвестиционных решений. На примитивном уровне это может выражаться словами «посмотреть в глаза специалисту банка», «поговорить с доверительным управляющим». На более глубоком уровне этот эффект проявляется через объективную потребность переложить ответственность на другое лицо, а не абстрактную функцию в виде машинного кода или интерфейса экрана того или иного гаджета.

Тем не менее подчеркнем, что сохранение традиционных форм финансового посредничества не является неизбежным. Как известно, в истории человечества

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

¹ С аналогичными процессами человечество сталкивалось в рамках последовательного появления и дальнейшего развития таких видов искусства, как театр, кино, телевидение. Практически каждый раз адепты нового вида предрекали неминуемую смерть предшествующего.

гужевой транспорт полностью потерял свое хозяйственное значение, а сейчас мы становимся свидетелями драматического развития событий вокруг дизельного автомобилестроения. Только активно формируя новые конкурентные преимущества, преодолевая хронические проблемы индустрии, традиционные формы могут сохранить значимые рыночные позиции. К числу таких «хронических» проблем относятся вопросы, связанные с определением общественно справедливого уровня доходности институтов финансового посредничества. Автор, в силу своей профессиональной деятельности, не относится к тем общественным группам, которые характеризуют финансовые институты такими уничижительными эпитетами, как, например, «жирные коты», однако вынужден признать, что механизмы формирования их уровня доходности не всегда отражают социально-экономические реалии, являются тормозом развития самой индустрии.

В данной работе предпринята попытка наметить наиболее адекватные и рациональные подходы к формированию вознаграждения в рамках лишь одной, хотя и значимой формы финансового посредничества – инвестиционных фондов.

Формирование рынка коллективных инвестиций, и в частности индустрии инвестиционных фондов, по праву можно считать одним из гениальных изобретений человечества. Именно институт инвестиционного фонда позволяет вовлечь в инвестиционный оборот² средства как 1) рядовых домохозяйств – неквалифицированных инвесторов, так и 2) различных групп институциональных и квалифицированных инвесторов.

Для первой категории варианты прямого инвестирования недоступны из-за отсутствия опыта и необходимых компетенций, а также ограниченности сумм накоплений и невозможности сформировать диверсифицированный портфель. Игнорирование данных обстоятельств, т.е. массовое индивидуальное инвестирование, приводит к неизбежным проблемам на микро- и макроуровне: в масштабе отдельных домохозяйств – к личным финансовым трагедиям, на макроуровне – к росту социальных напряжений, потере доверия к финансовым рынкам, сокращению источников финансирования реального сектора экономики и т. д.

Для второй категории инвесторов указанные проблемы на первый взгляд не являются определяющими – мы имеем дело с субъектами экономических отношений, располагающих и/или значительными объемами средств, и/или компетенциями в части осуществления инвестиций. Тем не менее даже для этой группы опосредованное через инвестиционные фонды размещение своих ресурсов становится экономически оправданным. Оно позволяет снизить внутренние издержки на формирование избыточных компетенций, оптимизировать итоговое соотношение риск/доходность и т. д.

В отличие от депозитной и контрактно-сберегательной формы посредничества, именно при инвестиционном посредничестве в наиболее ярком виде формируются отношения между «принципалами» (инвесторы) и «агентами» (менеджеры или управляющие фондом). Характер и специфика этих отношений, возникающие при этом проблемы и способы их преодоления составляют сущность одного из важнейших направлений современного институционального подхода – **агентской проблемы**. Наиболее развернутая система теоретических исследований и практических подходов к решению агентской проблемы в настоящее время сформирована относительно **предпринимательских корпораций** в рамках т. н. корпоратив-

² Инвестиционный оборот в данном случае противопоставляется кредитному (ссудному) обороту. В последнем случае речь идет о размещении средств рядовых домохозяйств через систему банковских вкладов с определенным уровнем гарантий, но с относительно низким уровнем доходности. Инвестиционный оборот позволяет рассчитывать уже не на **сбережение**, а на **приумножение** средств отдельного инвестора.

ного управления (*corporate governance*)³. Вместе с тем выделение отношений «принципал – агент» в инвестиционных фондах позволяет вполне оправданно распространить на них методологию классического корпоративного управления. Иными словами, речь идет о формировании корпоративного управления в **инвестиционных корпорациях** (фондах)⁴, которое в западной практике зачастую определяется термином *funds governance*⁵.

Разумеется, само по себе осознание и выделение агентской проблемы в рамках института инвестиционного фонда отнюдь не является новым. Данное направление активно развивается, как уже отмечалось, в западной инвестиционной практике, получает развитие в работах отечественных исследователей⁶, в регулятивной практике российских саморегулируемых организаций⁷. Тем не менее потенциал трансформации подходов классического корпоративного управления к вопросам корпоративного управления в инвестиционных фондах далеко не исчерпан. Можно отметить, например, что для инвестиционных корпораций (фондов) только начинают складываться в систему формы и модели корпоративного управления, наиболее адекватные специфическим условиям их функционирования⁸. Напротив, для классического корпоративного управления уже сегодня общепринято выделение *базовых моделей корпоративного управления* – сочетаний наиболее эффективных механизмов контроля и управления в корпорации. К таким моделям относятся:

- **аутсайдерская модель**, характерная для развитых рынков капитала, в первую очередь рынка ценных бумаг, дисперсной структуры собственности в корпорации, при преобладании мелких, зачастую неквалифицированных инвесторов;
- **инсайдерская модель**, точнее, ее многочисленные варианты, напротив, развивающаяся в условиях слабого распространения рыночных форм трансфор-

³ Мещер А. А., Первушина А. В. Корпоративное управление : учеб. пособие для вузов. – Екатеринбург : Гуманитарный ун-т, 2012. – 768 с.

⁴ Мещер А. А. Модели корпоративного управления в инвестиционных фондах и требования к структуре их активов // Известия Уральского государственного экономического университета. – 2017. – № 3 (71). – С. 53–65.

⁵ Мещер А. А. Зарубежный опыт формирования модели корпоративного управления в инвестиционных фондах // Вестник Гуманитарного университета. – 2013. – № 2 (2). – С. 36–45.

⁶ Петров В. Контроль за работой паевого фонда: анализ зарубежного опыта // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 21. – С. 45–46 ; Корпеев В. С. Паевые инвестиционные фонды: проблемы защиты интересов инвесторов // Дайджест-финансы. – 2005. – № 12 (132) ; Абрамов А. Е. Инвестиционные фонды: доходность и риски, стратегии управления портфелем, объекты инвестирования в России. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. – 416 с. ; Шалина О. И. Инвестиционные фонды в России: факторы и перспективы развития // Экономика и управление. – 2009. – № 6. – С. 99–103 ; Дегтярева И. В., Шалина О. И. Институциональные аспекты деятельности инвестиционных фондов в России // Гуманитарные и социальные науки. Электронный журнал. – 2010. – Апрель (№ 1). – С. 60–68 ; Шалина О. И. Институт инвестиционных фондов в экономике России: современное состояние и перспективы развития : автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.00.01 ; [Место защиты: Уфа]. – Уфа, 2010. – 161 с. ; Болдырева Н. Б. EVA как эффективный метод решения агентского конфликта на рынке коллективных инвестиций // Вестник Омского университета. Серия «Экономика». – 2011. – № 1. – С. 14–23 ; Харченко Л. П. Классификация механизмов, обеспечивающих функционирование и развитие инвестиционных фондов в России // Проблемы современной экономики. – 2011. – № 3 (39) ; Писаренков А. Г. Фонды прямых инвестиций и корпоративное управление : рабочая программа дисциплины. – М. : МГУ им. М. В. Ломоносова : Московская школа экономики, 2014.

⁷ См., напр.: Базовые стандарты совершения управляющим операций на финансовом рынке (проект). НАУФОР. – URL: <http://naufor.ru/tree.asp?n=12906>

⁸ Мещер 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 ; Мещер А. А. Систематизация форм и методов инвестирования на рынке предметов искусства с точки зрения корпоративного управления // Известия Уральского государственного экономического университета. – 2014. – № 5 (55). – С. 31–37.

мации капитала, концентрированной структуры собственности, активного участия собственников в управлении корпорацией.

Даже это упрощенное описание базовых моделей корпоративного управления в предпринимательских корпорациях позволяет выделить аналогичные модели в инвестиционных корпорациях, т. е. в инвестиционных фондах, предназначенных для неквалифицированных и квалифицированных инвесторов⁹. Законодательное разграничение данных типов инвестиционных фондов характерно для большинства стран, в том числе и России, и определяет спектр доступных сегментов инвестиционного рынка¹⁰:

- фонды неквалифицированных инвесторов – ликвидные, как правило высокоэффективные рынки, без использования приемов увеличения доходности (производные инструменты, финансовый рычаг и т. д.);

- фонды квалифицированных инвесторов – практически любые инвестиционные рынки и технологии, но на практике оперирующие на рынках с низкой информационной эффективностью и/или с использованием механизмов трансформации параметров «риск – доходность» (заемное финансирование, деривативы и т. д.)¹¹.

Как мы видим, использование метода аналогии при сравнении особенностей корпоративного управления в предпринимательских и инвестиционных корпорациях представляется не только методологически оправданным, но и уже закрепляющимся в нормативной практике. Более того, именно нормативные ограничения инвестиционных рынков для того или иного типа фондов, как будет показано ниже, создают условия для эффективного решения различных вопросов взаимоотношений инвесторов и менеджеров фонда.

Уровень вознаграждения менеджмента компании или механизм определения данного вознаграждения является одним из ключевых и наиболее сложных вопросов корпоративного управления. В условиях оппортунизма менеджмента, асимметрии информации трудно предложить универсальный подход к определению вознаграждения, который бы мотивировал менеджмент к достижению результатов, в наибольшей степени соответствующих интересам собственников. В предпринимательских корпорациях ситуация усложняется еще и тем, что менеджмент должен учитывать конфликты интересов различных категорий собственников (например, мажоритарных и миноритарных), интересы других значимых участников корпоративных отношений и заинтересованных лиц (*stakeholders*). Тем не менее в рамках базовых концепций корпоративного управления можно выделить принципиальные особенности формирования вознаграждения менеджмента.

⁹ Мещер А. А., Дружинина Е. И. Институт квалифицированного инвестора как элемент корпоративного управления инвестиционным фондом // Вестник Гуманитарного университета. – 2014. – № 3 (6). – С. 10–19; Мещер А. А. Изменения требований к составу и структуре активов паевых фондов: начало новой эры? // Россия между модернизацией и архаизацией: 1917–2017 гг. : материалы XX Всероссийской научно-практической конференции Гуманитарного университета : в 2 т. – Т. 2. – Екатеринбург : Гуманитарный ун-т. – 2017. – С. 28–36; Мещер А. А. Модели корпоративного управления в инвестиционных фондах и требования к структуре их активов ... С. 53–65; Мещер А. А. Модели корпоративного управления в инвестиционных фондах с точки зрения теории трансакционных издержек // Вестник Гуманитарного университета. – 2017. – № 2 (17). – С. 24–38.

¹⁰ Указание Банка России «О признании лиц квалифицированными инвесторами и порядке ведения реестра лиц, признанных квалифицированными инвесторами» от 29 апреля 2015 г. № 3629-У; Указание Банка России «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» от 5 сентября 2016 г. № 4129-У.

¹¹ Эта ситуация вполне объяснима, если учитывать состав инвесторов фонда – квалифицированные инвесторы осознанно готовы на повышенный риск и низкую ликвидность своих вложений, но только в обмен на повышенную доходность, которую невозможно получить классическими операциями на эффективных рынках (см. ниже).

В *аутсайдерской модели* важную роль играет *переменная форма вознаграждения* в зависимости от достигнутых результатов. Это вполне объяснимо в условиях развития данной модели: объективным критерием успешности, с точки зрения собственников как ключевых участников отношений, выступает *уровень рыночной капитализации компании*. Отсюда такие формы мотивации, как бонусные программы, опционные контракты и т. д. Разумеется, переменная форма вознаграждения может формировать избыточный для корпорации уровень предпринимательского риска (следствие эффекта морального риска – *moral hazard*), предпосылки к манипулированию рынком. Однако в целом преобладает вера в эффективность рыночных механизмов, лежащая в основе данной модели, которая нивелирует большинство отмеченных недостатков, но мотивирует к достижению максимально возможного, хотя зачастую и краткосрочного результата.

В *инсайдерской модели*, напротив, отдается предпочтение *фиксированной форме* вознаграждения менеджмента. С одной стороны, это объясняется отсутствием или низкой информативностью такого внешнего критерия успеха, как рыночная капитализация, – напомним, что инсайдерская модель получает развитие именно в условиях слабого развития фондового рынка. Кроме того, интересы собственников корпорации не сводятся к получению максимально возможного результата, особенно в краткосрочном периоде. Возрастает роль интересов и других участников корпоративных отношений (например, кредиторов, долгосрочных партнеров корпорации и т. д.). В результате фиксированная форма вознаграждения менеджмента становится наиболее адекватной для достижения наибольшего эффекта в долгосрочной перспективе. Отсутствие внешнего рыночного контроля менеджмента компенсируется внутренней системой оценки и поощрения, важную роль в которой играют ключевые собственники корпорации и значимые стейкхолдеры.

Как мы видим, основной водораздел в формах вознаграждения менеджмента предпринимательскими корпорациями проходит по линии «переменное – фиксированное вознаграждение». При этом прослеживается очевидное доминирование той или иной формы в зависимости от базовой модели корпоративного управления. Это позволяет высказать гипотезу о существовании рациональных предпочтений и в случае с определением механизма вознаграждения управляющих инвестиционными фондами. Для оценки данной гипотезы предлагается осуществить типизацию базовых моделей функционирования инвестиционных фондов в зависимости от следующих условий:

- характера рынка, на котором формируется портфель активов фонда (эффективный или неэффективный рынок);
- характера (состава) инвесторов фонда (квалифицированные или неквалифицированные инвесторы);
- типа управления активами фонда (активное или пассивное управление).

Наиболее просто можно ответить на вопрос *о соотношении характера инвестиционного рынка и состава инвесторов*. Более того, как уже отмечалось выше, неквалифицированным инвесторам в большинстве случаев ограничен доступ в инвестиционные фонды, ориентированные на неэффективные рынки, а квалифицированным инвесторам не интересно размещение средств в фонды, ориентированные на эффективные и ликвидные рынки¹².

Более сложен вопрос *о соответствии типа управления активами фонда характеру инвестиционного рынка и составу инвесторов*. Напомним, что традиционно выделяют два типа управления активами инвестиционных фондов:

¹² Это не значит, что квалифицированные инвесторы не размещают собственные средства на подобных рынках. Речь идет лишь о том, что их квалификации вполне достаточно и услуги профессиональных посредников являются избыточными.

- *активное, предполагающее* поиск недооцененных и переоцененных активов, определение моментов совершения операций по изменению состава портфеля, что должно обеспечить доходность, превышающую среднерыночную. Основной и очевидный недостаток такого управления – высокие издержки на мониторинг и переформирование активов;

- *пассивное, предполагающее* формирование портфеля фонда в строгом соответствии с выбранным рынком инвестиционных активов и поддержание данной структуры с минимальными затратами на управление в течение длительного времени. Основным недостатком этого типа управления – принципиальная невозможность получения доходности, превышающей доходность выбранного рынка инвестиционных активов.

В настоящее время можно считать доказанным, что для фондов, осуществляющих деятельность на **эффективных рынках**, выбор активной модели управления активами *не отвечает интересам своей целевой группы* – **неквалифицированных инвесторов**. Данная модель управления лишь создает иллюзию профессионального, а значит, дорогостоящего управления, но при этом в средне- и тем более долгосрочной перспективе не может обеспечить доходность, превышающую доходность соответствующего бенчмарка, например соответствующего рыночного индекса¹³. В работе¹⁴ приводятся выводы многочисленных исследований, подтверждающих указанный вывод (табл. 1).

Таблица 1

Обзор важнейших исследований относительно возможности менеджеров превзойти бенч-маркет

Автор	Год	Название исследования	Важнейший результат
M. C. Jensen	1968	The performance of mutual funds in the period 1945–1964	«Вряд ли что-нибудь указывает на то, что какой-либо единичный фонд был в состоянии перекрыть то, что можно ожидать в силу случая»
Roy D. Henriksson	1984	Market Timing und Mutual Fund Performance: An Empirical Investigation	«Эмпирические результаты не поддерживают гипотезу, что менеджеры в состоянии... успешно определять моменты операций»
B. Malkiel	1995	Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991	«Фонды демонстрируют результаты хуже, чем бенчмарк, не только после, но и до вычета затрат на управление»

¹³ Свенсен Д. Ф. Секреты стабильно высокой доходности от легенды мира инвестиций : пер. с англ. – М. : Эксмо, 2009. – 382 с. ; Богл Д. Не верьте цифрам! Размышления о заблуждениях инвесторов, капитализме, «взаимных» фондах, индексном инвестировании, предпринимательстве, идеализме и героях : пер. с англ. – М. : Альпина Паблишер, 2013; Богл Д. Руководство разумного инвестора. Надежный способ получения прибыли на фондовом рынке : пер. с англ. – М. : Манн, Иванов и Фербер, 2013 ; Богл Д. Инвесторы против спекулянтов. Кто на самом деле управляет фондовым рынком : пер. с англ. – М. : Манн, Иванов и Фербер, 2014 ; Экономика инвестиционных фондов : монография / А. Е. Абрамов, К. С. Акшенцева, М. И. Чернова и др. ; под общ. ред. А. Д. Радыгина. – М. : ИД «Дело» РАНХиГС, 2015. – 720 с. ; Крылов М. Преимущества консервативного подхода к управлению инвестиционным портфелем // Рынок ценных бумаг. – 2015. – № 5. – С. 47–49.

¹⁴ Ritzau M. Die große Fondslüge. Falsch beraten von Finanztest, Sparkasse, Banken und Co. – Marburg : Tectum Verlag, 2016. – S. 110.

James L. Davis	2001	Mutual fund performance and manager style	«Даже фонды с лучшей результативностью не могут поддерживать свои результаты в течение продолжительного периода. Основываясь на результатах американских фондов акций за последние тридцать лет, можно утверждать, что активный менеджмент не обеспечивает надежную адекватную стоимость»
Rob Bauer	2006	New Zealand Mutual Funds: Measuring Performance and Persistence in Performance	«Отсутствуют доказательства существования фондов с долгосрочной результативностью выше среднерыночной»
K. Cuthbertson	2008	UK mutual fund performance: Skill or luck?	«Мы находим устойчивость во времени результатов среди худших фондов, но не среди лучших»
L. Barrs	2010	False Discoveries in Mutual Fund Performance: Measuring Luck in Estimated Alphas	«Доля “искусных” менеджеров фондов в последние 20 лет быстро снижается, в то время как доля менеджеров без соответствующего мастерства значительно возрастает»
A. Reynolds	2014	Do ratings have predictive value?	«Рейтинги фондов обладают слабой возможностью прогнозирования. Никто не знает, что принесет будущее»
D. Blake	2015	New Evidence on Mutual Fund Performance	«Результаты убедительно указывают на то, что доминирующее большинство менеджеров фондов в нашей выборке не только терпело неудачу, но и не обладало необходимым мастерством. Несмотря на то что небольшая группа “звездных” менеджеров предположительно обладает мастерством, необходимым для формирования доходов, превышающих затраты, после вычета их вознаграждения инвесторам не остается ничего»

Кроме того, состав инвесторов фонда не позволяет эффективно препятствовать оппортунизму менеджеров в части завышения своего вознаграждения относительно реальных затрат и/или получаемого результата даже в условиях, казалось бы, полной прозрачности рынка. Поясним это утверждение чуть ниже, когда будут рассматриваться собственно механизмы определения вознаграждения управляющих.

В то же время именно активная модель управления становится единственно возможной в случае **неэффективных рынков**, а значит, для фондов, предназначенных для **квалифицированных инвесторов**. Во-первых, именно активный поиск инвестиционных возможностей, основанный на специфических компетенциях управляющей компании, знании особенностей конкретного рыночного сегмента, а зачастую и инсайдерской информации¹⁵, позволяет извлекать доходность, компенсирующую инвесторам повышенный риск и отказ от ликвидности. Во-вторых, квалификация инвесторов, как правило, их тесное взаимодействие с менеджментом фонда, участие в принятии инвестиционных решений и оценке текущих результатов деятельности – все это создает условия для минимизации асимметрии информации (даже на неэффективных рынках!), а значит, позволяет рассчитывать на формирование адекватного механизма вознаграждения управляющих фондом.

¹⁵ В данном случае термин «инсайдерская информация» не несет негативной коннотации, которую инсайдерская торговля имеет на публичных, ликвидных рынках.

Подводя промежуточный итог, можно сделать следующие принципиальные выводы относительно целесообразности того или иного формата управления активами, а именно:

- пассивного управления – для фондов, предназначенных для неквалифицированных инвесторов и осуществляющих свою деятельность на высокоэффективных рынках¹⁶;
- активного управления – для фондов, ориентированных на квалифицированных инвесторов и формирующих структуру своих активов на рынках с низкой степенью эффективности (хедж-фонды, фонды прямых инвестиций, венчурные фонды и т. д.).

Выполненная систематизация базовых условий успешного функционирования инвестиционных фондов (по характеру рынка, составу инвесторов и формата управления активами), позволяет перейти к заключительной части анализа – оценке применимости фиксированной или переменной схемы вознаграждения управляющих.

В общемировой практике используются следующие варианты определения вознаграждения управляющих компании инвестиционными фондами:

- фиксированная сумма;
- доля от средней стоимости активов (чистых активов) фонда за определенный период времени;
- доля дохода от управления.

Поскольку вариант фиксированной суммы встречается пренебрежимо редко, то базовыми вариантами предлагается рассматривать 1) «фиксированное вознаграждение» – долю от средней стоимости чистых активов и 2) «переменное вознаграждение» – долю дохода от управления. В первом случае фиксированность вознаграждения подчеркивает, что отсутствует прямая связь величины вознаграждения от дохода (результата), продемонстрированного инвестиционным фондом¹⁷. Напротив, во втором случае, величина вознаграждения зависит исключительно от степени успешности результата фонда, например доходности.

Фиксированное вознаграждение на первый взгляд не отвечает интересам инвесторов, поскольку не стимулирует управляющие компании к «активному поиску решений по максимизации доходности». Ситуация не столь однозначна и требует дифференцированного рассмотрения в зависимости от целесообразности активного или пассивного стиля управления.

Во-первых, как было показано выше, на эффективных рынках избыточная активность управляющих компаний лишь ухудшает положение инвесторов фонда вследствие высоких транзакционных издержек и неадекватно высокой ставки вознаграждения «за профессионализм и активность». В качестве лишь одного из многочисленных подтверждений данного положения можно привести сравнение результатов эффективности активно управляемых глобальных фондов акций и соответствующего бенчмарка – индекса акций MSCI World (табл. 2).

¹⁶ Как правило, это рынки финансовых инструментов, хотя на практике подобными характеристиками могут обладать и некоторые фонды, ориентированные на рынок недвижимости. См., напр.: Михайлов Н. Опыт инвестирования в условиях кризиса: американские REIT // Рынок ценных бумаг. – 2015. – № 4. – С. 42–44.

¹⁷ Косвенное влияние доходности, разумеется, остается: через прирост стоимости активов фонда и приток дополнительных средств инвесторов, привлеченных продемонстрированной доходностью (см. ниже).

Таблица 2

**Эффективность активно управляемых фондов
(категория «Глобальные фонды акций» по классификации Morningstar)¹⁸**

	Доходность по годам, %					Средняя доходность за 5 лет, %
	2014	2013	2012	2011	2010	
Активные фонды (в среднем)	13,53	16,70	12,43	-8,18	16,72	11,14
MSCI World	19,50	21,20	14,05	-2,38	19,53	15,45

Как мы видим, в среднем активно управляемые фонды в каждом отдельном году рассматриваемого периода демонстрировали результаты, существенно хуже, чем бенчмарк. Отставание фондов от индекса впечатляющее – в среднем фонды проиграли 4,31 % в год! Разумеется, это объясняется не только высокими сборами. Согласно исследованиям *Morningstar*, постоянные текущие издержки для фондов акций за 2011–2014 гг. составляли в среднем 1,85 % от стоимости активов фондов. Таким образом, профессиональные менеджеры, благодаря их «профессиональному менеджменту», смогли сгенерировать дополнительно потери относительно индекса в размере 2,46 % плохим выбором акций, несвоевременным открытием инвестиционных позиций и т. д.

Во-вторых, эффективные рынки, как было продемонстрировано ранее, – это целевые рынки для инвестиционных фондов, предназначенных для неквалифицированных инвесторов. Характер данных инвесторов, отсутствие у них необходимых компетенций не позволяют им квалифицированно оценивать «справедливость» переменного вознаграждения управляющей компании, если его величина поставлена в зависимость от того или иного критерия успеха. Оппортунизм менеджмента неизбежно будет приводить к занижению планки, относительно которой определяется результат. На практике это приводит, например, к выбору неадекватного бенчмарка – например, доходности денежного рынка при оценке результативного фонда акций. Только фиксированное вознаграждение как доля от активов фонда позволяет минимизировать негативные последствия асимметрии информации между менеджерами фонда и неквалифицированными инвесторами. Искажение стоимости активов фонда на высокоэффективных, ликвидных, а в большинстве случаев биржевых рынках практически невозможно!

Напротив, фиксированное по отношению к активам фонда вознаграждение управляющей компании менее привлекательно на слабоэффективных рынках и в случае фондов, предназначенных для квалифицированных инвесторов. Ситуация в данном случае меняется кардинально. С одной стороны, простота расчета вознаграждения исчезает, поскольку стоимость активов фонда не может быть однозначной и объективной величиной, во всяком случае, до завершения проекта, операции с активами и т. д. С другой стороны, фиксированное вознаграждение скорее мотивирует к пассивному стилю управления, что не отвечает базовой концепции работы на подобных рынках.

Переменное вознаграждение обладает совершенно иным набором достоинств и недостатков. Как уже отмечалось, на эффективных рынках оно будет мотивировать менеджмент инвестиционного фонда к избыточной и плохо контролируемой неквалифицированными инвесторами активности. Напротив, на неэффективных рынках (хедж-фонды, фонды прямых инвестиций, венчурные фонды) данная форма вознаграждения, с одной стороны, мотивирует менеджмент на достижение значимого итогового результата, а с другой стороны, не является обременительной для контроля со стороны квалифицированных инвесторов.

¹⁸ Ritzau M. Op. cit. S. 107.

Проведенный анализ целесообразности применения той или иной формы вознаграждения управляющей компании задает лишь общие контуры применимости их к базовым условиям функционирования основных моделей инвестиционных фондов. Более глубокий анализ требует оценки возможностей, которые в каждом конкретном случае позволяют преодолевать существующие недостатки той или иной системы вознаграждения, которые, с точки зрения инвесторов, сводятся к проявлению оппортунизма менеджмента фондов.

Для переменного (в зависимости от результата) вознаграждения основным условием преодоления оппортунизма менеджеров является квалификация инвесторов. Инвесторы в данном случае не только осуществляют передачу средств в фонд, но и активно формируют систему внутреннего контроля и мотивации менеджеров. На практике это проявляется в разработке отраслевых и национальных кодексов корпоративного поведения (в том числе в рамках индустрии хедж-фондов, фондов прямых инвестиций и т. д.), принятии внутренних стандартов и регламентов работы фонда, ответственности менеджмента, взаимодействии ключевых участников инвестиционного процесса. В значительной мере все это определяет формирование модели управления, которая в классическом корпоративном управлении получила определение инсайдерской модели¹⁹. Именно **внутренние** процедуры и механизмы контроля и управления позволяют в каждом конкретном фонде с большим или меньшим успехом решать вопросы корпоративного управления, в том числе вопрос мотивации менеджмента и его вознаграждения.

Для фиксированного (в виде доли от стоимости активов) вознаграждения ситуация является противоположной. В условиях, когда квалификация инвесторов недостаточна для прямого контроля менеджмента, основное значение приобретают **внешние (рыночные)** механизмы корпоративного контроля. Это в полной мере характерно для аутсайдерской модели корпоративного управления, когда оппортунизм менеджеров преодолевается силой рыночной конкуренции. Поясним логику данного утверждения.

В условиях эффективного рынка (как правило, рынка биржевых инструментов) существует возможность объективно оценивать как текущую стоимость активов фонда и его ценных бумаг, так и изменение этой стоимости во времени, т. е. доходность. Если управляющая компания смогла продемонстрировать доходность своего фонда выше доходностей своих конкурентов, то это неизбежно должно привести к притоку средств в данный фонд, увеличению его активов, а значит, и суммы вознаграждения управляющей компании даже при фиксированной доле от стоимости активов. Обратная ситуация возникает, если доходности фонда «отстают» от доходностей аналогичных конкурентов. На первый взгляд это справедливо и основано на базовых законах рыночной экономики. Однако постараемся показать два принципиальных недостатка данного механизма, которые на макроуровне сохраняют информационную асимметрию между управляющими компаниями фондов и неквалифицированными инвесторами.

Недостаток первый: прошлое не определяет будущего. Концепция описанного механизма вознаграждения предполагает, что вознаграждаться должны в первую очередь успешные компании и за счет притока средств новых инвесторов. Проблема в том, что это становится справедливым лишь в случае продолжения успеха – ведь новые инвесторы вкладывают свои средства в фонд в расчете на **будущую** доходность, хотя делают свой выбор на основе **прошлой** доходности. К сожалению, многочисленные исследования, посвященные возможности прогнозирования будущих результатов инвестиционных фондов на основе их результа-

¹⁹ См. напр.: Мецгер А. А. Модели корпоративного управления в инвестиционных фондах и требования к структуре их активов ... С. 53–65 ; Мецгер А. А. Модели корпоративного управления в инвестиционных фондах с точки зрения теории трансакционных издержек ... С. 24–38.

тов в прошлом, дают неутешительные ответы. Можно привести следующие обобщенные выводы²⁰:

- прогнозирование возможно лишь на краткосрочный период;
- преимущественно для фондов с наихудшими показателями («проигравшие остаются проигравшими»);
- доля удачного прогнозирования для успешных фондов ограничена 20, 10, а то и 3 %, и даже эти фонды начинают проигрывать в доходности в силу текущих издержек, в том числе на вознаграждение.

Основной причиной, объясняющей слабую устойчивость результатов инвестиционных фондов, можно считать рост эффективности рынков – менеджерам фондов все сложнее превзойти соответствующие индексы. Стратегии инвестирования, которые действовали еще в 70 и 80-х гг., самое позднее с конца 90-х гг. прошлого века, перестали быть эффективными. Это не значит, что сегодня менеджеры фондов не используют уникальных технологий, позволяющих обеспечивать экстрарезультаты. Однако эффективность рынка достаточно быстро размывает эту уникальность и устраняет локальные рыночные отклонения.

Недостаток второй: даже лучшие фонды не обеспечивают лучшего результата для инвесторов. Напомним, что вознаграждение управляющей компании становится оправданным и справедливым, если после его вычета в пользу инвесторов остается доходность, которую они не могли бы сформировать самостоятельно в аналогичных условиях. Еще проще: мы готовы платить нашим агентам, пока итоговый результат оказывается лучше, чем мы можем достичь самостоятельно в аналогичных условиях (например, с тем же уровнем риска, ликвидности и пр.). Поэтому если игнорировать недостаток, описанный выше, то выбор инвестором активно управляемого фонда из числа аналогичных также и по критерию наибольшей продемонстрированной доходности долгое время был бы достаточно правильным решением.

Ситуация кардинально стала меняться с появлением т. н. **индексных фондов** – фондов с пассивным управлением, которое, как отмечалось выше, в средне- и тем более долгосрочной перспективе обеспечивает доходность для рядового инвестора выше, чем в любом фонде с активным управлением. Тихая революция индексного инвестирования приобрела стремительные темпы в последнее десятилетие с появлением нового класса индексных фондов – *ETF (Exchange Traded Fund* – индексный фонд, ценные бумаги которого торгуются на бирже). Конструкция фонда позволила не только добиваться максимального соответствия отслеживаемому индексу, но и обеспечить важнейшее качество для инвесторов – ликвидность ценных бумаг фонда.

Примечательно, что индексное инвестирование как направление создания финансовых продуктов было сформировано не профессиональным сообществом (инвестиционными банками, управляющими компаниями), а в академической среде. Основу данному направлению положили работы Юджина Фамы, который в 2014 году стал лауреатом Нобелевской премии по экономике за формирование и развитие концепции эффективности финансовых рынков²¹. Более того, бизнес-сообщество все эти годы в лучшем случае занимает пассивную позицию в формировании и продвижении продуктов на основе индексного инвестирования. При этом академическая наука, как уже упоминалось, многократно подтверждает на основе эмпирических исследований тезис о преимуществах индексного пассивного инвестирования на эффективных рынках по сравнению с активным вариантом управления инвестиционными фондами.

²⁰ Ritzau M. Op. cit. S. 109.

²¹ Мецгер А. А. Нобелевская премия по экономике за 2013 год ... С. 10–16.

Очевидная парадоксальность этой ситуации состоит в игнорировании профессиональными участниками востребованного, как минимум, рядовыми инвесторами продукта²². Достаточно сравнить уровень вознаграждения управляющих компаний фондов с активным управлением и вознаграждения в фондах *ETF*. Разница многократна и доходит в некоторых случаях до двух порядков! Как следствие, на эффективных рынках и для неквалифицированных инвесторов по-прежнему навязывается во многом порочная идея инвестирования в фонды с активным управлением и с высокой долей вознаграждения («за активность и профессионализм!»).

Указанное рыночное несоответствие между спросом на инвестиционные продукты и предложением их со стороны профессиональных участников рынка неизбежно будет преодолено. В пользу этого говорит постоянно нарастающий переток средств из фондов с классическим активным управлением в фонды *ETF*. Например, чистый отток средств из американских фондов с активным управлением в 2016 г. составил \$340,1 млрд, тогда как фонды с пассивным управлением получили рекордный чистый приток – \$504,8 млрд²³.

Следует ли из этого неизбежный, хотя и оттягиваемый сейчас закат индустрии инвестиционных фондов с активным управлением и высокими издержками, включая издержки на вознаграждение управляющих компаний? Отнюдь нет. Можно прогнозировать, что эволюция индустрии инвестиционных фондов пойдет по пути большей дифференциации в соответствии с характеристиками инвестиционных рынков и категорий инвесторов, в том числе и в части вознаграждения управляющих компаний:

Рядовые (неквалифицированные) инвесторы, готовые на приемлемый инвестиционный риск, при соблюдении уровня ликвидности. Для данной категории инвесторов базовым инвестиционным продуктом неизбежно становятся ценные бумаги биржевых фондов (*ETF*), портфели которых формируются на высокоэффективных (ликвидных) рынках. Преодоление оппортунизма менеджмента фондов обеспечивается на основе рыночной конкуренции – через выбор инвесторами фондов, но не по максимуму продемонстрированной доходности, а по минимуму фиксированного вознаграждения как доли от активов. В данном случае менеджмент фонда обязательно постарается снизить текущие издержки на управление, т. е. будет стремиться к оптимальной модели пассивного индексного управления

Квалифицированные инвесторы. Несмотря на определенные компетенции в части инвестирования, таким инвесторам вполне могут быть интересны ценные бумаги инвестиционных фондов, которые могут обладать низкой ликвидностью, повышенным риском, но наряду с этим позволяют рассчитывать на существенную высокую доходность. Данным условиям вполне соответствует рынок с низкой эффективностью, на которых профессиональные участники действительно могут продемонстрировать реальные конкурентные преимущества (методики выбора активов, управления ими, инсайдерская информация наконец) и рассчитывать на вполне заслуженное высокое вознаграждение, ориентированное на конечный результат.

²² В России до недавнего времени продукт в формате *ETF* был сформирован лишь одной компанией (*FinEx*) – одной из нескольких сотен управляющих компаний и банков, имеющих лицензию по управлению активами инвестиционных фондов. Лишь в сентябре 2017 года было заявлено о размещении аналогичных продуктов от управляющей компании «АйТи инвест».

²³ Активы под управлением Vanguard и BlackRock превысили \$4 трлн и \$5 трлн. Деньги инвесторов текут в дешевые индексные фонды // Ведомости. – 12.02.2017. – URL: <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2017/02/13/677288-vanguard-blackrock>

Alexander Al'bertovich Metzger

Candidate of Engineering, Associate Professor

Director General of ZAO «Upravlyauschaya companya»

(Ekaterinburg)

**Mechanism for Formation of Remunerations of Investment Fund Managers
as an Element of Corporate Governance**

The article studies methodological issues concerning the formation of remuneration of management companies of investment funds. It shows a specific resolution of the conflict of interests between the principals (investors) and agents (managers) in the conditions of investment corporations. The author presents a hypothesis about the preference of fixed forms of remuneration or variable remuneration from the result, depending on the basic conditions of investment fund functioning. He proposed to consider the following conditions: the degree of efficiency of the investment asset market, the level of investment qualifications, active or passive style of portfolio management, as suitable for the purpose of formation of remuneration.

Key words: investment fund; agency problem; corporate governance; model of corporate governance; effective market; outsider model; insider model; remuneration of management company; active and passive management of fund's portfolio; benchmark; fixed remuneration; variable remuneration from the result; index fund.