

УДК 338.2

doi:10.35853/vestnik.gu.2023.3(42).03

5.2.3

## **Корпоративное управление в индустрии российских инвестиционных фондов: современное состояние и тенденции развития**

**Александр Альбертович Мецгер**

ЗАО «Управляющая компания»; АНО ВО «Гуманитарный университет»,  
Екатеринбург, Россия

**Аннотация.** Статья посвящена феномену корпоративного управления в инвестиционных фондах как одного из ключевых элементов, обеспечивающих эффективное функционирование данного института финансового посредничества. Узкое и формальное понимание термина «корпоративное управление» в паевых инвестиционных фондах сводится к отношениям собственников и менеджмента управляющих компаний. Указанная проблема лишена практического смысла в условиях высококонцентрированной собственности в данных компаниях. Автором предлагается расширенная трактовка корпоративного управления на основе рассмотрения инвестиционного фонда как «инвестиционной корпорации», в которой участниками являются различные категории инвесторов, менеджмент фонда, а также ряд иных участников и заинтересованных лиц в зависимости от характера инвестиционного процесса. Рассматривая корпоративное управление как систему контроля и управления в российских инвестиционных фондах, автор приходит к ряду выводов. Сложившаяся модель приоритетом считает защиту интересов инвесторов фонда от оппортунизма управляющих и отвечает специфике определенного сегмента рынка. Эта же модель, но в других условиях становится избыточной или даже деструктивной. Анализ специфики деятельности инвестиционных фондов для квалифицированных инвесторов позволяет сформулировать адекватные изменения в модели корпоративного управления. К их числу относятся: 1) переход к модели согласования интересов инвесторов (контролирующих и миноритарных), а также иных участников инвестиционного процесса, 2) сокращение внешнего регулирования и переход к внутренним механизмам оценки и принятия решений с учетом квалификации самих участников, 3) ограничение или компенсация избыточного влияния контролирующего инвестора при концентрированной структуре инвесторов.

**Ключевые слова:** инвестиционный фонд, управляющая компания, корпоративное управление, агентская проблема, квалифицированные и неквалифицированные инвесторы, активное и пассивное управление, модель корпоративного управления, издержки управления, аутсайдерская модель управления, стейкхолдерская модель управления, инвестиционный комитет

**Для цитирования:** Мецгер А. А. Корпоративное управление в индустрии российских инвестиционных фондов: современное состояние и тенденции развития // Вестник Гуманитарного университета. 2023. № 3 (42). С. 23–34. DOI 10.35853/vestnik.gu.2023.3(42).03.

## **Corporate Governance in the Russian Investment Fund Industry: Current State and Development Trends**

**Alexander A. Metzger**

ZAO «Upravlyauschaya companya»; Liberal Arts University –  
University for Humanities, Yekaterinburg, Russia

**Abstract.** The article examines the phenomenon of corporate governance in investment funds, as one of the key elements ensuring the effective functioning of this institution of financial intermediation. A narrow and formal understanding of the term “corporate governance” in mutual funds reduces it to an owner-manager relationship. This problem is devoid of practical sense in the context of highly concentrated ownership in these companies. The author proposes an expanded interpretation of corporate governance based on considering an investment fund as an “investment corporation”, in which the participants are various categories of investors, the fund management, as well as a number of other participants and stakeholders, depending on the nature of the investment process. Considering corporate governance as a system of control and management in Russian investment funds, the author comes to a number of conclusions. The existing model is tailored to the specifics of a particular market segment and focuses on protecting the interests of fund investors from manager opportunism. The same model, but under different conditions, becomes redundant or even destructive. Analysing the specifics of qualified investor funds’ activities allows for the formulation of appropriate changes to the corporate governance model. These include: 1) transition to a model of coordinating the interests of the investors (controlling and minority), as well as other participants in the investment process, 2) reduction of external regulation and shift to internal mechanisms for assessing and making decisions, taking into account the qualifications of the participants themselves, 3) limitation or compensation for the excessive influence of the controlling investor with a concentrated structure of investors.

**Keywords:** Investment fund, Management Company, corporate governance, agency problem, qualified and unqualified investors, active and passive control, corporate governance model, management costs, outsider management model, stakeholder management model, investment committee

### **Введение**

Индустрия инвестиционных фондов в настоящее время является одним из важнейших сегментов финансового рынка практически любой экономически развитой страны. Как и другие институты финансового посредничества (коммерческие банки, страховые компании, пенсионные фонды), данная индустрия, с одной стороны, обеспечивает удовлетворение интересов различных категорий инвесторов, а с другой – трансформирует финансовые ресурсы в капитал для реального сектора экономики. Несмотря на актуальность подобных задач для современной России, развитие инвестиционных фондов значительно отстает от доминирующих в российской финансовой системе коммерческих банков. Объем средств, аккумулированных в инвестиционных фондах, в последнее время несколько превысил аналогичный объем в пенсионных фондах, но скорее «благодаря» крайне неудачной государственной политике в отношении последних. Иными словами, можно констатировать, что российские инвестиционные фонды не способны раскрыть заложенный в них потенциал, стать привлекательным инструментом как для институциональных, так и для рядовых инвесторов.

Преобладающая часть многочисленных теоретических исследований, посвященных проблематике инвестиционных фондов, в своей массе рассматривает лишь частные фрагментарные аспекты деятельности, такие как формирование оптимального портфеля ценных бумаг, особенности инвестиционных стратегий на локальных рынках и т. д. При этом практически отсутствуют аналитические исследования, посвященные процессам взаимодействия участников инвестиционного процесса в фондах (инвесторы, менеджеры, заинтересованные лица). Вне поля зрения исследователей остаются различия интересов отдельных категорий инвесторов, способность инвестиционных

фондов отвечать этим интересам. Гораздо более системными выглядят усилия регулятора в лице Банка России и профессионального сообщества в лице НАУФОР (Национальная ассоциация участников фондового рынка). Разработанная и совершенствуемая ими система нормативных документов, стандартов и правил, актуализация лучших практик поведения участников рынка направлены на обеспечение устойчивости как отдельного инвестиционного фонда, так и данной индустрии в целом. Если рассматривать инвестиционный фонд как своеобразную «инвестиционную корпорацию», то все вышеперечисленное представляет собой модель корпоративного управления – целостное сочетание механизмов принятия и согласования решений, с учетом интересов как основных участников корпорации, так и заинтересованных лиц. Анализ данной модели показывает, что на сегодняшний день ее приоритетом является защита инвесторов фонда от оппортунистического поведения управляющей компании (менеджеров фонда).

Не отрицая существования данной задачи применительно к инвестиционным фондам, необходимо отметить снижение ее актуальности на отдельных сегментах рынка вплоть до полного исчезновения. Как следствие, механизмы управления, направленные на защиту интересов инвесторов, как минимум становятся избыточно затратными, т. е. начинают работать против интересов инвесторов.

В других случаях актуальной задачей является не столько защита интересов инвесторов, сколько защита от их избыточного влияния на процесс принятия решений (например, при концентрированной структуре инвесторов). Это влияние, усиленное через механизмы контроля за менеджментом фондов, становится деструктивным – разрушает корпоративную стоимость, формируемую не только за счет вклада инвесторов, но и за счет вклада других участников и заинтересованных лиц.

Как следствие, единая и на первый взгляд непротиворечивая система контроля и принятия управленческих решений в инвестиционных фондах приводит к серьезным искажениям при определенных сочетаниях условий и форматов функционирования фондов. Эти искажения проявляются в избыточных действиях (издержках) при решении актуальной задачи или даже в лишенных смысла действиях (затратах), поскольку направлены на достижение ложной и неактуальной в данных условиях цели.

Таким образом, в работе предпринята попытка дифференцировать условия функционирования инвестиционных фондов и предложить адекватные данным условиям модели контроля и принятия управленческих решений (модели корпоративного управления). Наряду с системным анализом условий осуществления деятельности инвестиционных фондов, в работе использована методология формирования и обоснования моделей корпоративного управления, разработанная для классических предпринимательских корпораций.

### **Материалы и методы**

В наиболее общем виде корпоративное управление (corporate governance) представляет собой совокупность механизмов принятия и контроля управленческих решений, обеспечивающая снижение отрицательных эффектов объединения различных участников и максимизацию положительных для них эффектов данного объединения. При всей легковесности данного определения («за все хорошее, против всего плохого»), оно позволяет оперировать с реальными интересами различных участников, учет которых обеспечивает не только устойчивость «корпорации», но и ее развитие. Крайне важным в этом случае становится выделение значимых участников, а также выявление базовой проблемы, характерной для данного состава участников. Теория и практика корпоративного управления в «предпринимательских» корпорациях дают обширную методологическую основу, которая при определенной адаптации может быть использована в случае с инвестиционными фондами.

Вопросы корпоративного управления в инвестиционных фондах (fund governance) уже давно стали предметом научных и практических исследований за рубежом [Bhattacharya, Nanda 2013; Del Guercio, Genc, Tran 2018; Houge, Wellman 2005; Ma, Tang,

2019; Qian 2011; Qian, Yu 2015; Мецгер. Зарубежный опыт ... 2013]. Аналогичные вопросы рассматриваются и применительно к индустрии российских инвестиционных фондов. Однако трактовка данного понятия является лишь одной из концепций корпоративного управления в предпринимательских корпорациях (разрешение конфликта между собственниками и управляющими). Более того, отсутствие учета специфики организации и функционирования института инвестиционного фонда ведет к дополнительным издержкам, но не позволяет минимизировать специфические проявления того же оппортунизма менеджеров (управляющих компаний фондов).

Например, в соответствии с ФЗ «Об инвестиционных фондах» [Федеральный закон ... 2001] предусмотрена возможность создания или акционерного (АИФ) или паевого (ПИФ) инвестиционного фонда. Если в первом случае речь идет об акционерном обществе, то паевой инвестиционный фонд – это «обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителем (учредителями) доверительного управления... Паевой инвестиционный фонд не является юридическим лицом».

В соответствии с Гражданским кодексом РФ [Гражданский кодекс ... 1994] корпоративными юридическими лицами (корпорациями) являются юридические лица, учредители (участники) которых обладают правом участия (членства) в них и формируют их высший орган. Таким образом, трактовка корпорации как хозяйственного общества вполне уместна в случае АИФ и, например, легко транслируется в привычные для предпринимательских корпораций органы корпоративного управления: общее собрание акционеров (инвесторов), совет директоров. Вполне понятна и роль управляющей компании – она выполняет функции менеджмента фонда.

Совершенно иная ситуация имеет место в случае с ПИФом: отсутствие статуса юридического лица формально исключает данный фонд из числа «корпораций»! Однако корпоративное управление нужно реализовывать, и ответ легко находится – в рамках управляющей компании фонда, которая может быть только хозяйственным обществом, т. е. является «корпорацией».

Дальнейшая логика понятна: именно на данную корпорацию проецируется весь арсенал механизмов и практик корпоративного управления. Формальное распространение эффективных практик на идентичный по своему правовому статусу объект приводит к отсутствию ожидаемого результата или результату отрицательному, выражаемому в избыточных издержках и ограничениях, не приводящих при этом к росту эффективности (эффект «карго-культ»). Поясним данное утверждение. Выделение в качестве приоритетной цели корпоративного управления защиты интересов собственников означает, что под ними понимаются не инвесторы фонда, а собственники управляющей компании. Именно в расчете на них формируются органы корпоративного управления, разрабатываются его стандарты. Однако в условиях суперконцентрированной структуры собственности российских управляющих компаний (абсолютное большинство из них имеет единственного бенефициара) деятельность всех органов корпоративного управления обеспечивает лишь формальное, но при этом затратное соблюдение норм и правил, заимствованных из соответствующей практики предпринимательских корпораций [Базовый стандарт корпоративного управления ... 2016; Руководство для членов совета директоров ... 2019].

Интересы других участников процесса создания и функционирования инвестиционных фондов, в том числе инвесторов, данная трактовка если и не игнорирует, то рассматривает вскользь, косвенно, в контексте «клиентов» управляющей компании.

Тем не менее можно утверждать, что в индустрии российских инвестиционных фондов за последние два десятилетия сложилась достаточно устойчивая, хотя и не лишённая ряда ограничений модель реального корпоративного управления. В отличие от формальной трактовки корпоративного управления в данном случае в центр внимания поставлена не малозначимая проблема по оси «менеджмент – собственники управляющей компании», а реальная проблема взаимоотношений по оси «инвесторы –

**менеджмент (управляющая компания) инвестиционного фонда**». Совершенно верно данная проблема идентифицируется как проблема «принципал – агент» [Шалина 2009; Экономика инвестиционных фондов 2015], и в этом направлении выстраиваются механизмы учета и защиты интересов принципалов, т. е. инвесторов фонда. Почему же данная система вполне действенных механизмов, позволяющих решать «агентскую проблему», официально не получила статуса «корпоративного управления в инвестиционных фондах»? Можно предположить, что причиной является боязнь выйти за пределы узкого понимания корпоративного управления как взаимоотношений в корпорации между ее собственниками и менеджментом. Поскольку абсолютное большинство российских инвестиционных фондов создано в форме паевых фондов (не корпораций!) и их инвесторы заключают *договор доверительного управления* (т. е. не являются собственниками фонда!), то весь спектр вопросов, связанных с интересами инвесторов и других заинтересованных лиц, может называться как угодно, но только не корпоративным управлением!

Впрочем, в задачу данной работы отнюдь не входит стремление восстановить терминологическую справедливость и назвать корпоративным управлением то, что выглядит как данное управление, решает задачи данного управления и использует методологию данного управления. По нашему мнению, гораздо важнее дать оценку сложившейся модели регулирования и контроля в инвестиционных фондах («инвестиционных корпорациях») на основе теории и практики корпоративного управления в «предпринимательских корпорациях».

Как уже отмечалось ранее, в настоящее время усилиями регулятора (Банк России) и профессионального сообщества сложилась целостная система механизмов контроля и регулирования деятельности инвестиционных фондов. Ниже кратко рассмотрены наиболее значимые элементы данной системы.

**1. Организации, составляющие так называемую «инфраструктуру фонда**», к которым помимо собственно управляющей компании относится в обязательном порядке специализированный депозитарий. В некоторых случаях инфраструктура фонда дополняется аудитором (фонды для неквалифицированных инвесторов), регистратором (если ведение реестра пайщиков не осуществляет специализированный депозитарий) и независимым оценщиком (для оценки имущества фонда, по которому отсутствует признаваемая рыночная котировка). Особая роль среди этих организаций отводится специализированному депозитарию, который обеспечивает не только хранение имущества фонда, но и контроль деятельности управляющей компании на предмет соответствия законодательству и в интересах инвесторов фонда.

**2. Нормативные документы Банка России и саморегулируемых организаций участников рынка**, которые регламентируют деятельность управляющих компаний или задают ориентиры для разработки внутренних регламентов компаний. К наиболее значимым направлениям регулирования можно отнести:

- контроль требований к составу и структуре активов фонда;
- управление рисками управляющей компании;
- соответствие сотрудников управляющей компании квалификационным требованиям и требованиям к деловой репутации;
- контроль деловой репутации и финансового положения собственников управляющей компании;
- конфликт интересов управляющей компании и ее сотрудников в отношении инвесторов фонда.

**3. Специальные органы управления и контроля инвестиционного фонда**. К числу таких органов относятся общее собрание пайщиков (инвесторов) и инвестиционный комитет. В соответствии с действующим законодательством общее собрание пайщиков является обязательным элементом в закрытых ПИФах, и в компетенцию собрания может быть включен широкий перечень важных вопросов, решения по которым обязательны для управляющей компании, вплоть до смены управляющей компании! В

свою очередь, инвестиционный комитет может создаваться в инвестиционных фондах для квалифицированных инвесторов. Полномочия данного комитета, сформулированные в Правилах фонда, позволяют практически полностью контролировать деятельность управляющей компании через введение разрешительного порядка совершения ею сделок.

Даже простое перечисление и краткое описание элементов системы контроля и управления деятельностью инвестиционных фондов не оставляет сомнений в общей направленности – защита интересов инвесторов от оппортунизма управляющей компании. Подтверждением данного вывода является и введение в практику регулирования индустрии инвестиционных фондов **фидуциарной ответственности** – атрибутивного элемента англо-саксонского права и аутсайдерской (рыночной) модели корпоративного управления. Например, нормы, связанные с фидуциарной ответственностью для управляющей компании, уже сейчас прописаны в ФЗ «Об инвестиционных фондах». Согласно ему Банк России может предписать управляющей компании возместить реальный ущерб клиенту, если он был получен из-за того, что управляющая компания не проявила должной заботливости об интересах учредителя управления.

### **Результаты и обсуждение**

Очевидность и оправданность сложившейся модели «неформального» корпоративного управления не отрицают ее дальнейшего развития и трансформации. Подтверждением данной гипотезы может служить многовариантность модели корпоративного управления в предпринимательских корпорациях. Напомним, что в этом случае теория, а самое главное, практика выделяют две так называемые «базовые модели» корпоративного управления: уже упоминавшиеся аутсайдерскую и инсайдерскую (стейкхолдерскую) модели. Водораздел между этими моделями проходит по линии, которая задается такими параметрами, как состав и характеристика значимых участников корпорации, а также ключевой конфликт (проблема), разрешение которого (решение которой) обеспечивает устойчивое развитие корпорации. Верное диагностирование того или иного варианта модели во многом определяет и перечень механизмов управления – внутренних и внешних институтов, регуляторных практик и т. д.

Например, для аутсайдерской модели характерен атрибутивный конфликт между рядовыми собственниками корпорации и профессиональным менеджментом. Дисперсная структура собственности, отсутствие профессиональных компетенций у инвесторов – всё это определяет приоритет внешних механизмов контроля и разрешения конфликта. К этим механизмам относятся, например, простая оценка эффективности менеджмента, опирающаяся на рыночные показатели, свободный вход и выход собственников («голосование ногами»), фидуциарная ответственность менеджмента.

Напротив, для стейкхолдерской модели характерен более сложный состав значимых участников корпорации и заинтересованных лиц, а также концентрированная структура собственности. Соответственно, базовой проблемой становится согласование интересов участников и заинтересованных лиц корпорации, как ключевого фактора ее устойчивого развития [Ткаченко 2017; Ткаченко, Злыгостев 2018; Емохонова 2017]. Естественным образом меняется и набор механизмов, обеспечивающих решение задачи, – в первую очередь это внутренние механизмы контроля и согласования, реализуемые через построение внутренней «иерархии» органов управления, процедур их взаимодействия, оценки результатов, принятия решений. Отметим, что построение во многом уникальной «иерархии» для каждой корпорации сопряжено со значительными внутренними издержками, но обеспечивает функционирование корпорации в сложной институциональной среде [Мецгер. Модели корпоративного управления ... 2013] или формирование более сложного результата в виде так называемой «корпоративной стоимости».

Теперь можно оценить реалистичность применения аналогичных моделей к индустрии инвестиционных фондов. Задача во многом упрощается, если принять во вни-

мание атрибутивное свойство инвестиционного фонда как института финансового посредничества – адекватность характера пассивов (инвесторов фонда) характеристикам его активов (целевого инвестиционного рынка). В этом плане российская регуляторная практика (как и в большинстве развитых стран) дифференцирует инвестиционные фонды следующим образом [Указание Банка России ... 2016]:

- **фонды для неквалифицированных инвесторов**, для которых целевые рынки (финансовых инструментов или недвижимости) ограничены рынками с высокой информационной эффективностью и ликвидностью;

- **фонды для квалифицированных инвесторов**, напротив, позволяют осуществлять инвестиции на слабоэффективных и неликвидных рынках недвижимости и финансовых активов (формат венчурного фонда или прямых инвестиций), формировать сложные комбинации активов и пассивов (формат хедж-фонда) и даже реализовывать предпринимательские проекты (формат комбинированного фонда).

Анализ реальной российской практики формирования и функционирования инвестиционных фондов позволяет сделать еще ряд важных для выполняемого анализа замечаний.

Первое замечание относится к **структуре инвесторов фонда**. Практически все фонды, ориентированные на **неквалифицированных инвесторов**, имеют **дисперсную структуру** (так называемые «розничные фонды»). Можно предположить, что данные фонды не представляют интереса для крупных инвесторов. Последние – в силу отсутствия в данном случае механизмов контроля и, тем более, давления на управляющую компанию (например, общее собрание инвесторов и инвестиционный комитет) с целью реализации решений, обеспечивающих выгодный для себя трансфер активов фонда. Кроме того, целевой рынок активов для указанных фондов (эффективный и ликвидный) значительно сокращает возможности сделок с трансфертным ценообразованием. Напротив, фонды для **квалифицированных инвесторов**, как правило, имеют **концентрированную структуру** инвесторов. Контролирующий, «якорный» инвестор получает возможность контроля над управляющей компанией через органы управления [Харченко 2011], а слабоэффективный рынок активов позволяет использовать данную возможность в собственных интересах.

Второе замечание характеризует **инициатора создания фонда** и дополнительно усиливает ситуацию, обусловленную структурой инвесторов. Дело в том, что реальная инициатива создания инвестиционного фонда лишь в теории всегда прерогатива управляющей компании. В российской практике этот вариант распространен, как правило, среди «розничных» фондов и создаваемых в виде открытых, интервальных, а в последнее время в виде биржевых фондов. Абсолютно иную картину представляют фонды для квалифицированных инвесторов. Можно утверждать, что практически все фонды для квалифицированных инвесторов или, во всяком случае, создаваемые в виде закрытого фонда создаются по инициативе будущего контролирующего инвестора, а управляющая компания привлекается для обеспечения администрирования фонда – формального соблюдения необходимых процедур, оформляя тем самым волю и интересы контролирующего инвестора

Таким образом, все многообразие инвестиционных фондов не является гомогенным с точки зрения проблематики корпоративного управления и в нем объективно существуют предпосылки для формирования не одной, а как минимум двух базовых моделей (см. таблицу).

### Основные подходы корпоративного управления и соответствующие им базовые подходы к корпоративному управлению в инвестиционных фондах<sup>1</sup>

Аутсайдерская (рыночная) модель	Инсайдерская (стейкхолдерская) модель
<b>Корпоративное управление</b>	
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
<b>Основная проблема корпоративного управления</b>	
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
<b>Границы применимости</b>	
Инвестиции фонда осуществляются на эффективных ликвидных рынках, а его формирование происходит за счет средств рядовых неквалифицированных инвесторов. Преобладает дисперсная структура инвесторов	Инвестиции фонда осуществляются на слабоэффективных и неликвидных рынках, что требует привлечения средств квалифицированных инвесторов и/или вовлечения в инвестиционный процесс других групп заинтересованных лиц. В России, как правило, доминирует концентрированная структура инвесторов
<b>Характер механизмов корпоративного управления</b>	
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

Оценить масштаб потенциального распространения рассмотренных моделей можно на нижеследующем рисунке.

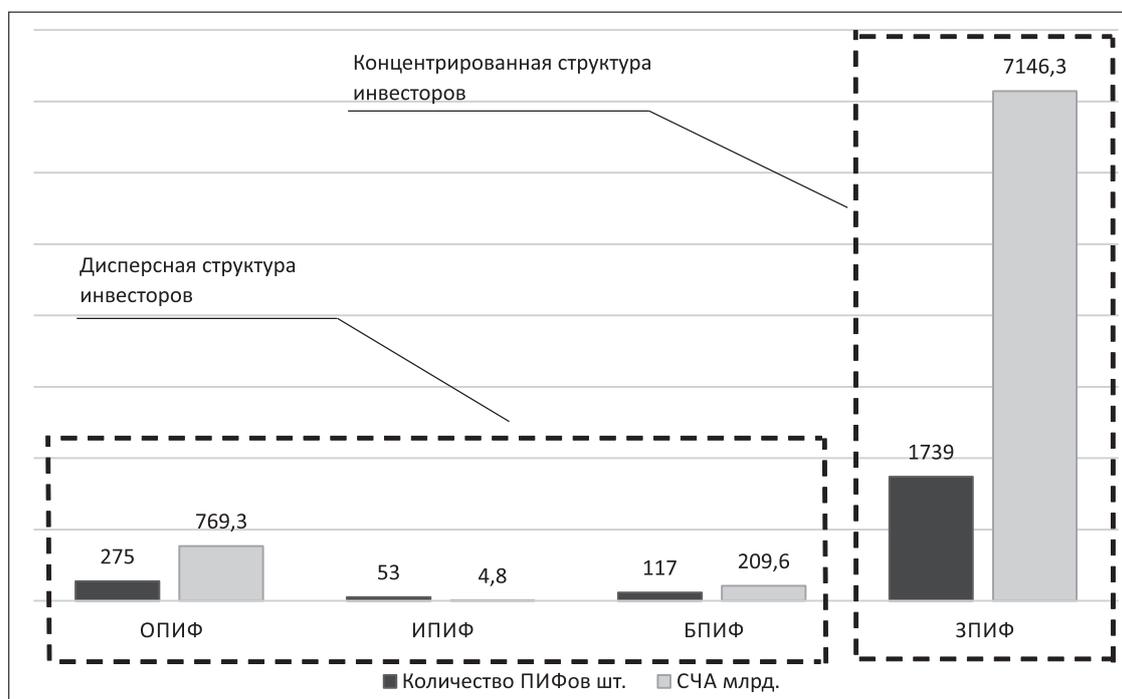


Рисунок. Количество российских открытых (ОПИФ), интервальных (ИПИФ), биржевых (БПИФ) и закрытых (ЗПИФ) паевых инвестиционных фондов и соответствующая этим фондам стоимость чистых активов (СЧА). (Источники: официальный сайт Банка России [Банк России 2023], сайт группы компаний Cbonds [InvestFunds 2023] по состоянию на 31.03.2023)

<sup>1</sup> Составлено автором.

Как мы видим, оправданность аутсайдерской или рыночной модели сохраняется лишь для открытых, интервальных и биржевых фондов. Характерное для данных типов фондов отсутствие крупных, контролирующих инвесторов выдвигает на первый план классическую проблему контроля управляющих компаний в интересах рядовых неквалифицированных инвесторов. Как уже отмечалось выше, именно эта идеология заложена в существующей системе контроля деятельности инвестиционных фондов.

Единственным, но ощутимым изъяном существующей модели для данного сегмента фондов является отсутствие контроля за стилем управления инвестиционными портфелями фондов. Дело в том, что доминирующий (во всяком случае, в российской практике) активный подход к управлению, т. е. поиск недооцененных и переоцененных активов и соответствующее переформирование портфеля на ликвидных, в том числе биржевых, рынках, признан в мировой практике не только неэффективной, но и одной из наиболее опасных форм оппортунизма менеджеров управляющих компаний [Богл 2013; Мецгер 2018; Kommer 2018, s. 128–129; Ritzau 2016]. Именно с этим связан кардинальный сдвиг мировой индустрии инвестиционных фондов в сторону пассивных стратегий управления, в том числе в форме индексных фондов и *ETF* (англ. *exchange-traded fund* – биржевой инвестиционный фонд, индексный фонд, паи (акции) которого обращаются на бирже). Постепенное движение в данном направлении наблюдается и в России, где аналогом *ETF* являются биржевые фонды.

Внедрение в широкую практику форм пассивного инвестирования на базе широкой диверсификации активов в наибольшей степени отвечает интересам именно рядовых неискушенных инвесторов и с точки зрения корпоративного управления является не менее важным, чем контроль состава и структуры активов, сделок и деловой репутации. Другое дело, что приоритет в данном случае должен быть отдан отнюдь не жесткому административному давлению со стороны регулятора. Более оправданным является введение обязанности по раскрытию состава и уровня совокупных издержек фонда. Именно на эту характеристику, а не на историческую доходность фонда надо смещать фокус внимания рядовых инвесторов при выборе фонда. Можно предположить, что поставленные в данные условия конкуренции управляющие компании будут вынуждены не только снижать уровни своего вознаграждения, но и отказываться от затратного, но неэффективного стиля управления активами.

Неким целевым ориентиром в этом случае являются уже упомянутые биржевые фонды, в которых практически исключена угроза возникновения агентской проблемы. Поэтому представляется несколько избыточным распространение всего спектра механизмов контроля на управляющие компании, ориентированные на управление именно биржевыми фондами.

Проведенный анализ показывает, что сложившаяся модель регулирования вполне адекватна системным условиям функционирования инвестиционных фондов, ориентированных на неквалифицированных инвесторов и на ликвидные, высокоэффективные рынки. Однако, как уже было показано (рис. 1), гораздо больший объем фондов функционирует в совершенно иных условиях. Слабая информационная эффективность рынков, существенно больший диапазон участников и более сложная комбинация их интересов – всё это затрудняет оценку «правильности» принимаемых решений. В качестве иллюстрации можно привести ситуацию с фондом прямых инвестиций. В данном случае мы имеем дело уже не с абстрактным инвестиционным портфелем, формируемым на биржевом рынке, а с инвестициями в конкретное предприятие с четко выраженной и многомерной субъектностью (менеджеры предприятия-реципиента, его трудовой коллектив, местные органы власти и т. д.). Каков алгоритм предотвращения или преодоления конфликта интересов? Между какими субъектами? На эти и другие вопросы не смогут ответить ни общие нормы регулирования рынка, ни сами рынки. Более того, сохранение приоритета за внешними формальными механизмами или надежда на внутренние механизмы контроля (например, собрание инвесторов и инвестиционный комитет), но в условиях концентрированной структуры инвесторов не только не

способствует росту корпоративной стоимости, но и работает в обратном направлении – на ее разрушение!

Преодоление сложившейся ситуации («два специфических сегмента рынка инвестиционных фондов – одна модель регулирования») видится как путь более глубоких изменений в регулировании фондов, ориентированных на неэффективные рынки, обеспечивающих формирование уникальных объектов и схем инвестирования, а значит, вовлекающих в процесс инвестирования субъектов (групп участников) с различными, зачастую противоположными интересами и ожиданиями. Приоритетом в этом случае становится развитие именно внутренних механизмов контроля и мотивации. С одной стороны, на низкоэффективных рынках затруднено правовое администрирование, а с другой – компетенции инвесторов вполне позволяют и оценивать, и даже внедрять внутренние процедуры корпоративного контроля. Примерами могут служить советы директоров, наблюдательные советы и инвестиционные комитеты, создаваемые в фондах, предназначенных для квалифицированных инвесторов. Поиск и внедрение наилучших практик управления, разработка кодексов и стандартов с учетом специфики конкретного фонда – таково направление, по которому развивается индустрия данных инвестиционных фондов в развитых странах [Мецгер. Зарубежный опыт ... 2013; Емохонова 2017].

Разумеется, определенную проблему представляет характерная для этой же категории фондов концентрированная структура инвесторов. Однако уже само осознание данной проблемы позволяет предполагать возможные варианты решения проблемы. Это может быть аналог командитных товариществ, в которых закрепление контролирующим инвестором за собой особых прав по управлению фондом неизбежно сопровождается принятием дополнительной (неограниченной) ответственности [Hedge-Fonds Marktentwicklung ... 2007]. Вполне применимым может быть и вариант ограничения представительства крупного инвестора в органах контроля и управления. Одновременно можно предусматривать представительство в этих же органах других групп участников и заинтересованных лиц.

### **Выводы**

Анализ ситуаций функционирования инвестиционных фондов позволяет выделить несколько существенных условий, определяющих различие в целях, на достижение которых должна быть ориентирована система регулирования, контроля и принятия решений. По мнению автора, к числу данных условий следует отнести 1) характер инвестиционного рынка (эффективный или неэффективный), а также 2) характеристику инвесторов фонда (неквалифицированные и квалифицированные). На практике, в силу законодательных ограничений и экономической целесообразности, возможны следующие варианты сочетаний указанных условий.

#### **1. Неквалифицированные инвесторы – высокоэффективный (ликвидный) рынок**

С учетом традиционной для данного варианта дисперсной структуры инвесторов, вполне оправданной является цель максимальной защиты инвесторов от возможных проявлений оппортунизма менеджеров фонда (управляющих компаний). Иными словами, в данном случае вполне оправданной является сложившаяся система контроля и управления инвестиционными фондами для неквалифицированных инвесторов. В качестве практических рекомендаций все же можно предложить следующее:

- усиление обязанности управляющих компаний в раскрытии совокупного уровня издержек фонда и смещение фокуса внимания рядовых инвесторов именно на этот показатель при выборе инвестиционного фонда;
- снижение регуляторной нагрузки на компании, обеспечивающие управление биржевыми фондами – специфика функционирования данных фондов практически исключает проявление наиболее опасных форм оппортунизма менеджмента.

## 2. Квалифицированные инвесторы – низкоэффективный (неликвидный рынок)

Для данного варианта, напротив, характерна концентрированная структура инвесторов, и именно им в большинстве случаев принадлежит инициатива создания фонда с привлечением к администрированию фонда внешней или аффилированной управляющей компании. Как следствие, проблема конфликта интересов «контролирующий инвестор – менеджмент фонда» теряет свою актуальность, но возникает целый спектр иных потенциальных конфликтов контролирующего инвестора с миноритарными инвесторами, иными участниками инвестиционного процесса. Важно, что состав этих участников, а значит, и содержание конфликтов меняются в зависимости от формата и инвестиционной ориентации фонда (фонд прямых или венчурных инвестиций, хедж-фонд и т. д.). В этих условиях наиболее целесообразным становится изменение модели контроля и управления фондом, ее трансформация в стейкхолдерскую модель корпоративного управления, а именно:

- выделение в качестве приоритетной цели согласование значимых интересов всех участников инвестиционного процесса и заинтересованных лиц;
- предоставление регулятором большей свободы в разработке внутренних процедур, регламентов, правил и кодексов, которые отражают специфику деятельности конкретного фонда, осознанно приняты или даже разработаны участниками инвестиционного процесса, которые в данном случае неизбежно обладают достаточной квалификацией.

Кроме того, вполне разумными могут быть меры, направленные на компенсацию избыточного влияния контролирующего инвестора. Например, ограничение представительства данного инвестора в инвестиционном комитете с одновременным расширением присутствия в нем других участников или усиление ответственности контролирующего инвестора, вплоть до возложения на него полной ответственности по примеру командитных товариществ.

### Список источников

- Базовый стандарт корпоративного управления для финансовых организаций, являющихся брокерами, дилерами, управляющими, депозитариями, регистраторами (проект) // НАУФОР. 2016. URL: <http://www.naufor.ru/tree.asp?n=14175> (дата обращения: 15.07.2023).
- Банк России : официальный сайт. URL: <http://cbr.ru> (дата обращения: 31.03.2023).
- Богл Д. Руководство разумного инвестора. Надежный способ получения прибыли на фондовом рынке : пер. с англ. Н. А. Коневской. М. : Манн, Иванов и Фербер, 2013. 224 с.
- Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) : Федер. закон от 30.11.1994 № 51-ФЗ // КонсультантПлюс : справ.-правовая система. URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_5142/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5142/) (дата обращения: 15.07.2023).
- Емохонова Ю. М. Взаимодействие участников инвестиционного процесса с фондом прямых инвестиций: конфликт интересов // Вестник НГУЭУ. 2017. № 2. С. 193–202.
- InvestFunds : сайт об инструментах для частных инвесторов / разработан группой компаний Sbonds. URL: <https://investfunds.ru/about/> (дата обращения: 31.03.2023).
- Мецгер А. А. Зарубежный опыт формирования модели корпоративного управления в инвестиционных фондах // Вестник Гуманитарного университета. 2013. № 2 (2). С. 36–45.
- Мецгер А. А. Модели корпоративного управления с точки зрения внутренних транзакционных издержек // Вестник Гуманитарного университета. 2013. № 1 (1). С. 64–69.
- Мецгер А. А. Типизация форм оппортунизма управляющих компаний инвестиционных фондов // Вестник Гуманитарного университета. 2018. № 1 (20). С. 15–21.
- Руководство для членов совета директоров (наблюдательного совета) финансовой организации : приложение к письму Банка России от 28.02.2019 № ИН-06-28/18. URL: [https://cbr.ru/StaticHtml/File/59420/20190228\\_in\\_06\\_28-18.pdf](https://cbr.ru/StaticHtml/File/59420/20190228_in_06_28-18.pdf) (дата обращения: 15.07.2023).
- Ткаченко И. Н. Анализ концепций оценивания вклада стейкхолдеров, или К вопросу о стейкхолдерской стоимости // Новые тенденции в развитии корпоративного управления и

- бизнеса : материалы Междунар. науч.-практ. конф. (Екатеринбург, 9 ноября 2017 г.) / отв. ред. И. Н. Ткаченко, М. В. Евсеева. Екатеринбург : Изд-во УрГЭУ, 2017. С. 93–99.
- Ткаченко И. Н., Злыгостев А. А. Оценка вклада стейкхолдеров в стоимость компании: пример российского банковского сектора // *Управленец*. 2018. Т. 9, № 4. С. 40–52.
- Указание Банка России от 05.09.2016 № 4129-У «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» (зарегистрировано в Минюсте России 15.11.2016 № 44339) (ред. от 21.03.2022) // КонсультантПлюс : справ.-правовая система. URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_204480/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_204480/) (дата обращения: 15.07.2023).
- Федеральный закон от 29.11.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» // КонсультантПлюс : справ.-правовая система. URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_34237/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_34237/) (дата обращения: 15.07.2023).
- Харченко Л. П. Классификация механизмов, обеспечивающих функционирование и развитие инвестиционных фондов в России // *Проблемы современной экономики*. 2011. № 3 (39). С. 352–355.
- Шалина О. И. Инвестиционные фонды в России: факторы и перспективы развития // *Экономика и управление*. 2009. № 6 (92). С. 99–103.
- Экономика инвестиционных фондов : монография / А. Е. Абрамов и др. ; под общ. ред. А. Д. Радыгина. М. : Изд. дом «Дело» РАНХиГС, 2015. 720 с.
- Bhattacharyya S., Nanda V. Portfolio Pumping, Trading Activity and Fund Performance // *Review of Finance*. 2013. Vol. 17, Issue 3. P. 885–919. DOI 10.1093/rof/rfs017.
- Del Guercio D., Genc E., Tran H. Playing Favorites: Conflicts of Interest in Mutual Fund Management // *Journal of Financial Economics*. 2018. Vol. 128, Issue 3. P. 535–557. DOI 10.1016/j.jfineco.2017.04.012.
- Hedge-Fonds Marktentwicklung, Risiken und Regulierung: Positionspapier der Eidg. Bankenkommission. Swiss Federal Banking Commission, 2007. 63 p. URL: [https://www.finma.ch/FinmaArchiv/ebk/d/publik/medienmit/20070910/20070910\\_02.pdf](https://www.finma.ch/FinmaArchiv/ebk/d/publik/medienmit/20070910/20070910_02.pdf) (access date: 15.07.2023).
- Houge T., Wellman J. Fallout from the Mutual Fund Trading Scandal // *Journal of Business Ethics*. 2005. Vol. 62, Issue 2. P. 129–139. DOI 10.1007/s10551-005-0178-4.
- Kommer G. Souverän investieren mit Indexfonds & ETF: Wie Privatanleger das Spiel gegen die Finanzbranche gewinnen. 5., vollständig aktualisierte Auflage. Campus Verlag GmbH, 2018. 371 S.
- Ma L., Tang Y., Gomez J.-P. Portfolio Manager Compensation in the US Mutual Fund Industry // *Journal of Finance*. 2019. Vol. 74, Issue 2. P. 587–538. DOI 10.1111/jofi.12749.
- Qian M. Is “Voting with Your Feet” an Effective Mutual Fund Governance Mechanism? // *Journal of Corporate Finance*. 2011. Vol. 17, Issue 1. P. 45–61. DOI 10.1016/j.jcorpfin.2010.07.003.
- Qian M., Yu B. Do Mutual Fund Managers Manipulate? // *Applied Economics Letters*. 2015. Vol. 22, Issue 12. P. 967–971. DOI 10.1080/13504851.2014.993124.
- Ritzau M. Die große Fondslüge: Falsch beraten von Finanztest, Sparkasse, Banken und Co. Tectum Verlag Marburg, 2016. 240 S.

***Информация об авторе***

**Александр Альбертович Мецгер**, канд. техн. наук, доцент, генеральный директор ЗАО «Управляющая компания»; завкафедрой менеджмента и маркетинга, факультет бизнеса и управления, АНО ВО «Гуманитарный университет» (Екатеринбург, Россия).

***Information about the author***

**Alexander Al'bertovich Metzger**, Cand. Sci. (Engineering), Assoc. Prof., Director General of ZAO «Upravlyayushaya companya»; Head of the Department of Management and Marketing, Faculty of Business and Management, Liberal Arts University – University for Humanities (Yekaterinburg, Russia).

*Статья поступила в редакцию | The article was submitted 03.08.2023.*

*Одобрена после рецензирования | Approved after reviewing 17.08.2023.*