

© 2010 г. И.В. Дегтярева, О.И. Шалина

ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ АСПЕКТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ В РОССИИ

Рассматриваются взаимоотношения участников паевых инвестиционных фондов (ПИФов) и сопровождающие их проблемы и конфликты интересов сквозь призму институциональной экономики – теорию контрактов и агентских отношений. Исследована структура агентских затрат пайщиков и сформулированы предложения по совершенствованию действующей методики формирования вознаграждения управляющим компаниям ПИФов. Проанализированы механизм организации корпоративного управления российскими фондами и его влияние на эффективность деятельности ПИФов.

Ключевые слова: финансовые посредники, паевые инвестиционные фонды (ПИФы), агентские затраты, вознаграждение управляющей компании, корпоративное управление.

Инвестиционные фонды, являясь одним из ведущих финансовых посредников в развитых странах, постепенно приобретают популярность и среди населения России. В нашей стране в силу особенностей налогообложения¹ они получили развитие преимущественно в форме паевых инвестиционных фондов (ПИФов). Паевой инвестиционный фонд – это институт коллективного инвестирования, привлекающий средства инвесторов с целью их объединения в единый фонд и последующего инвестирования профессиональным управляющим в ценные бумаги, недвижимость и прочие разрешенные законодательством активы с целью получения прироста на вложенный капитал. При этом между инвесторами (пайщиками) и управляющей компанией (УК) могут возникать конфликты, связанные с неравномерным распределением между ними (асимметрией) информации. В связи с этим представляется актуальным исследование взаимоотношений участников ПИФов и возникающих

¹Закон «Об инвестиционных фондах» определяет функционирование инвестиционных фондов в форме акционерных инвестиционных фондов (АИФ) и паевых инвестиционных фондов (ПИФ). Однако АИФы не получили развития в России по причине двойного налогообложения доходов: АИФы платят налог на прибыль, а затем, при распределении чистой прибыли в виде дивидендов, акционеры платят налог на дивиденды.

в результате проблем и конфликтов интересов через призму институциональной экономики – теорию контрактов и агентских отношений. С точки зрения популярной на западе теории финансового посредничества² инвестиционные фонды как финансовые институты обладают рядом преимуществ по сравнению с прямым инвестированием, среди которых:

1. Экономия за счет действия эффекта масштаба. В результате осуществления большого числа сделок, стандартизации операций, использования специального офисного оборудования и современных информационных технологий финансовые посредники добиваются существенного снижения издержек на одну операцию.
2. Экономия на транзакционных издержках (издержках, связанных с поиском необходимой информации и возникающих при использовании рынка для покупки и продажи товаров и услуг). Сокращение транзакционных издержек, по мнению Р.Коуза, Д.Норта и других институционалистов, является главной функцией институтов и причиной их возникновения.
3. Решение проблемы асимметрии информации. Инвестиционные фонды могут располагать важными сведениями о финансовом состоянии заемщика, характере его бизнеса и последних сделках, тем самым увеличивая производительность инвестиций.
4. Решение проблемы мониторинга. Инвесторы делегируют управляющим компаниям ПИФов свои полномочия по мониторингу объектов вложений, тем самым значительно уменьшая свои затраты.
5. Диверсификация риска неплатежа. Учитывая современные положения теории портфельных инвестиций, ПИФы получают возможность более равномерно распределить риски потери инвестированных ресурсов и доходов по ним, благодаря формированию портфеля из разнообразных ценных бумаг и других инструментов.
6. Решение проблемы несовпадения потребностей заемщиков и требований инвесторов (кредиторов) в отношении сумм, сроков и ликвидности вложений. В данном случае преимущество ПИФов заключается в видо-

²Современная теория финансового посредничества представлена трудами Дж. Бенстона, Д. Бойда, Д. Даймонда, С. Кемпбелла, В. Крэкоу, Х. Лиленда, Д. Пайла, К. Прескотта, К.Смита, Дж. Тобина.

вой трансформации обязательств заемщиков и активов конечных кредиторов.

Ввиду ограниченности финансовых и временных ресурсов, необходимых финансовых знаний и информации, не каждое домохозяйство может самостоятельно осуществлять инвестиции на рынке ценных бумаг. Инвестиционные фонды снимают данные ограничения и позволяют населению сохранить и приумножить свои сбережения при сопоставимой степени риска за счет использования опосредованных технологий инвестирования на фондовом рынке. Разрозненные мелкие средства граждан, аккумулированные и объединенные ПИФаами в единые денежные фонды, являются ценными финансовыми ресурсами для отечественной экономики. Значение института инвестиционных фондов заключается в преобразовании мелких распыленных сбережений домохозяйств в источник долгосрочных инвестиционных ресурсов для экономики страны. При этом управление фондами профессиональными управляющими решает проблему определения стратегии и инструментов их эффективного инвестирования с использованием возможностей фондового рынка. При грамотном управлении имуществом ПИФа стоимость его активов увеличивается, обеспечивая прирост стоимости инвестиционного пая. Разница между ценами покупки и продажи пая составляет доход инвестора.

ПИФы как совокупность контрактов

Согласно Федеральному закону «Об инвестиционных фондах» (далее Закон) паевой инвестиционный фонд является обособленным имущественным комплексом, состоящим из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителями доверительного управления (пайщиками) с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, и из имущества, полученного в процессе такого управления, доля в праве собственности на которое удостоверяется ценной бумагой, выдаваемой управляющей компанией (инвестиционным паем) [1]. В свете современной институциональной теории фирмы ПИФы можно рассматривать как совокупность контрактов между пайщиками и управляющей компанией, между участниками организационной структуры ПИФа и т.д. При этом пайщики выступают как принципалы, а УК как агент. Учредители управления (пайщики) ПИФов имеют право требовать от управляющей компании надлежащего доверительного управления ПИФом,

право на получение денежной компенсации при прекращении договора доверительного управления ПИФов со всеми владельцами инвестиционных паев этого ПИФа, но, в отличие от владельцев акций, не имеют права принимать участие в управлении делами фонда (за исключением закрытых ПИФов). Все решения о направлениях вложений средств паевого фонда принимаются управляющей компанией ПИФа, которая получает за это определенное вознаграждение. Имущество ПИФа может увеличиться или уменьшиться в зависимости от изменения стоимости активов, в которые вложены активы фонда и от эффективности работы управляющей компании. Владельцы инвестиционных паев несут риск убытков, связанных с изменением рыночной стоимости имущества ПИФа [1].

Имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, принадлежит пайщикам на праве общей долевой собственности. Имущество, составляющее ПИФ, передается инвесторами в доверительное управление УК путем присоединения к договору доверительного управления, в подтверждение чего инвестору выдаются инвестиционные паи [1]. Тот факт, что владельцы паев – принципалы – делегируют управляющей компании – агенту – право управления активами фонда, согласно теории агентских отношений³, порождает конфликт интересов в виду появления возможности у управляющей компании к оппортунистическому поведению. Возможности действий агента в собственных интересах возникают из-за того, что принципалы не могут контролировать все действия управляющей компании⁴ и имеет место неравномерное распределение (асимметрия) информации между сторонами контракта. Решение (хотя бы частичное) проблемы агентских конфликтов и морального риска возможно благодаря применению определенных ограничений, наказаний и стимулов. Важную роль в решении данных проблем играет особая организационная структура ПИФов. Она представляет собой группу независимых друг от друга компаний, выполняющих различные функции и

³Теория получила начало в исследованиях американских экономистов М. Дженнсена, У. Меклинга 1976 г. с целью объяснения взаимоотношений внутри корпорации. Сами корпорации рассматриваются как совокупность «контрактов» между руководителями, акционерами, кредиторами и другими заинтересованными лицами. Центральное место в теории занимает рассмотрение конфликтов интересов сторон и способов их разрешения.

⁴Данная проблема получила в экономической литературе название проблемы морального риска (moral hazard).

созданной таким образом, чтобы избежать возможных злоупотреблений со стороны кого-либо из участников. Регулирование деятельности и взаимоотношений всех компаний, составляющих организационную структуру фонда, определены в обязательном для любого ПИФа документе – Правилах фонда⁵.

Структура ПИФа и функции его участников:

1. управляющая компания организует создание ПИФа, управляет имуществом фонда, осуществляет размещение и выкуп паев, заключает договоры со всеми другими участниками ПИФа;
2. специализированный депозитарий хранит имущество фонда, осуществляет контрольные функции за законностью действий управляющей компании, одобряет/запрещает сделки с имуществом ПИФа, ведет расчеты по сделкам;
3. регистратор осуществляет ведение реестра владельцев инвестиционных паев;
4. аудитор проверяет правильность бухгалтерского учета и отчетности ПИФа и УК, расчета СЧА и стоимости инвестиционных паев;
5. агенты обеспечивают распространение паев.

Данная организационная структура в совокупности с жестким контролем со стороны ФСФР РФ обеспечивают высокий уровень надежности ПИФов.

Агентские затраты пайщиков

Для поддержания вышеописанной структуры ПИФов пайщики несут определенные затраты (комиссии и вознаграждения УК, депозитарию, регистратору, аудитору), размер которых указан в Правилах фонда. Оптимальная величина агентских затрат⁶ для инвесторов определяется исходя из того правила, что они выгодны до тех пор, пока каждый рубль их прироста обеспечивает увеличения благосостояния пайщиков более чем на один рубль⁷. Инвестируя средства в ПИФы, пайщики сталкиваются с расходами, связанными с

⁵Правила фонда должны соответствовать утвержденным ФСФР Типовым правилам доверительного управления ОПИФа, ИПИФа, ЗПИФа и содержать сведения о названии и типе фонда, наименовании УК, спецдепозитария, регистратора, аудитора, правах и обязанностях УК, правах владельцев паев, порядке раскрытия информации о ПИФе, порядке подаче заявок и расчетов по приобретению/погашению/обмену паев, инвестиционную декларацию, размер вознаграждения УК и др.

⁶Затраты, производимые с целью побудить агента действовать с позиции максимизации благосостояния инвесторов, а не своих эгоистических интересов.

⁷Пока NPV каждого рубля прибыли, обеспеченная этими затратами, имеет положительное значение.

тем, что по закону управляющая компания и агенты имеют право продавать паи с надбавкой и погашать их со скидкой. Согласно п.7 ст.26 Закона цена пая при покупке может быть увеличена не более чем на 1,5%, а при выкупе уменьшена не более чем на 3% от его расчетной стоимости. Размеры скидок при погашении инвестиционных паев зависят от сроков владения инвестиционными паями, а также места предъявления инвестиционных паев к погашению (управляющей компании или через ее агента). Отметим, что каждый третий российский фонд не взимает надбавку при продаже паев, а каждый четвертый – скидку при выкупе паев. Большинство управляющих не взимают скидку, если инвестор владел паями дольше, чем один год. Такая практика поощряет пайщиков инвестировать средства в ПИФы на более длительные сроки, но не свидетельствует об отсутствии затрат у управляющей компании на обслуживание операций с инвестиционными паями. В подобных случаях данные издержки оплачиваются инвесторами косвенным образом в форме общего вознаграждения управляющих компаний за услуги по доверительному управлению имуществом ПИФов. По мнению профессионалов, обезличенный учет данных издержек снижает уровень прозрачности информации о ПИФах и затрудняет принятие инвесторами осознанных инвестиционных решений. Управляющая компания, депозитарий, реестродержатель, аудитор и оценщик фонда за свои услуги получают вознаграждение, размер которого согласно п.1 ст.41 Закона составляет до 10% стоимости совокупных чистых активов. Конкретный размер вознаграждения и порядок его расчета определяется Правилами фонда. Однако в Законе указано, что вознаграждение может быть установлено в виде фиксированной суммы или доли среднегодовой СЧА фонда и/или доли дохода⁸, полученного от управления активами фонда. Такой способ начисления вознаграждения, с нашей точки зрения, позволяет не ставить доходы управляющей компании в зависимость от прибыльности управления и, часто, выбирая метод начисления вознаграждения от доли среднегодовой СЧА, управляющие компании раздувают чистые активы фонда за счет привлечения большего числа новых пайщиков.

На практике размер вознаграждения управляющих компаний сильно варьируется, например: вознаграждение УК «Ермак» за управление открытым ПИФом акций «Ермак-проекция рынка» составляет 0,7%, вознаграждение

⁸не может превышать 20 % указанного дохода.

УК «Открытие» за управление открытым ПИФом смешанных инвестиций «Фонд Сбалансированный» – 5%. Размер среднего вознаграждения УК за управление фондом облигаций ниже (2,8%), чем за управление фондом акций (3,24% для открытых фондов, 3,36% – для интервальных фондов). Отметим также, что расходы на управление наиболее крупными ПИФами, находящимся под управлением УК «Уралсиб», УК «Тройка-диалог», УК «Альфа-Капитал», УК «ОФГ Инвест», не являются самыми низкими. Так, вознаграждение УК «Уралсиб» за управление крупнейшим в России ПИФом акций «УралСиб Фонд Первый» составляет 3,5%. Из этого следует, что пайщики не могут уменьшить свои издержки за счет инвестирования в более капитализированные фонды, то есть эффект «масштаба деятельности» в данном случае не работает. Небезынтересно также, что расходы российских пайщиков существенно превышают издержки инвесторов, вкладывающих средства в инвестиционные фонды в развитых странах, в частности в США. В среднем издержки ПИФов акций выше американских аналогов в 4 раза, облигаций – в 2 раза [2, с.50]. Если рассмотреть проблему вознаграждения управляющих компаний ПИФов с точки зрения теории контрактов, то несовпадение интересов агента и принципалов нивелируются посредством включения в контракт с управляющей компанией специальной системы материального поощрения, при которой ее вознаграждение должно зависеть от результатов управления фондом. В свою очередь, предложенные российским законодательством методы определения вознаграждения управляющим компаниям позволяют формировать такое вознаграждение как определенный процент от стоимости чистых активов ПИФа или как некоторую фиксированную сумму, что на практике и происходит в большинстве компаний. Считаем необходимым частично поставить расчет вознаграждения управляющей компании в зависимость от прироста активов фонда, вызванного ростом стоимости паев. Такая мера стимулировала бы управляющие компании к повышению эффективности управления фондами.

Корпоративное управление в инвестиционных фондах

Нельзя не согласиться с мнением большинства экономистов и профессиональных участников рынка, что определенная законодательством структура паевых инвестиционных фондов является надежной и соответствует мировым нормам относительно защиты инвесторов от мошеннических действий и

ошибок управляющей компании. Однако, на наш взгляд, подобная структура не в полной мере обеспечивает защиту интересов пайщиков с точки зрения реализации механизма «корпоративного управления». Проблема корпоративного управления неразрывна с проблемами собственности и прав собственников и занимает важное место в современной институциональной теории. При этом под термином корпоративное управление понимается совокупность средств и методов обеспечения деятельности компании и контроля над ней. Сошлемся на мнение М.Даниловой, которая отмечает в своих исследованиях: «Понятие корпоративного управления охватывает, в первую очередь, комплекс прав и стимулов, с помощью которых акционеры осуществляют контроль над руководством компании и влияние на менеджмент в целях максимизации прибыли и стоимости компании»[3, с.65]. В мировой практике принято выделять две основные модели корпоративного управления: *англо-американскую* и *германскую*. Англо-американская модель является доминирующей в странах, для которых характерно серьезное участие населения на рынке ценных бумаг, ввиду чего акционерные капиталы компаний расплывлены в руках множества мелких акционеров. К числу таких стран традиционно относятся США, Австралия, Великобритания, Канада, Индия, Ирландия и другие. Задача по максимизации прибыли и рыночной капитализации компании в корпорациях данных стран в большей степени достигается путем существования в них института единого внутрикорпоративного выборного органа – Совета директоров, обеспечивающего выполнение одновременно двух важнейших функций: надзорной и исполнительной.

В таких странах как Германия и Япония модель корпоративного управления исторически⁹ развивалась иначе. Ввиду сложившейся в этих странах практики сильно концентрированной структуры акционерного капитала (наличия нескольких крупных акционеров), функцию надзора стало возможно переложить на отдельный самостоятельный орган – Наблюдательный совет, в который входят представители крупных акционеров компании. В связи с этим, так или иначе, в развитых странах реализована достаточно эффективная модель корпоративного управления, чего на сегодняшний момент нельзя

⁹Исторически сложившаяся специфика в сфере корпоративного управления в США и странах Евросоюза раскрыта в интервью председателя комиссии по ценным бумагам и биржам США К.Кокса, фрагменты которого можно найти по ссылке в Интернете <http://www.nccg.ru/site.xp/051050053055124049055049057.html>.

сказать в полной мере о российских корпорациях и, тем более, об инвестиционных фондах. ПИФы, организованные в нашей стране по контрактной модели, как было отмечено ранее, не предполагают голосования пайщиков по важнейшим вопросам и наличия Совета директоров/Наблюдательного совета фонда. Таким образом, корпоративное управление по англо-американской либо германской модели в них просто невозможно. С другой стороны, действующая структура организации и контроля над отечественными фондами нацелена на обеспечение законности, правомерности деятельности УК и соответствия вложений активов фонда инвестиционной декларации. На сегодняшний момент просто не существует участника структуры или органа, который контролировал бы эффективность операций с активами ПИФа и обеспечивал максимизацию прибыли. По нашему мнению, система корпоративного управления отечественными инвестиционными фондами (особенно розничными) реализована не в полной мере, а лишь в части недопущения недобросовестных и ошибочных действий управляющих компаний.

В результате исследования взаимоотношений инвесторов и управляющих компаний ПИФов в свете современной институциональной теории можно сделать вывод, что неравномерное распределение информации между пайщиками и УК порождает возможность последних к оппортунистическому поведению, которая нивелируется законодательными ограничениями и специфической структурой ПИФов лишь частично. Существующие принципы формирования вознаграждения УК (агентские затраты пайщиков) и сложившаяся в нашей стране система корпоративного управления, на наш взгляд, не обеспечивают должным образом эффективность управления ПИФаами и нуждаются в совершенствовании.

ЛИТЕРАТУРА

1. ФЗ «Об инвестиционных фондах» от 29 ноября 2001 г. №156-ФЗ (ред. 06.12.2007 г., с измен. и доп. вступившими в силу 12.03.2008 г.). Доступ из справочно-правовой системы «КонсультантПлюс».
2. *Лаберко П.* Российские ПИФы: в начале пути к зрелости // Рынок ценных бумаг. 2007. № 9 (247).

3. *Данилова М.* Связи с инвесторами как способ преодоления асимметрии информации между агентами и принципалами // *Финансы и кредит.* 2009. № 2 (338).

*Уфимский государственный
авиационный технический университет*

5 марта 2010 г.
