

Государство и общество

Правовые основы деятельности институциональных инвесторов в России, Китае и США

© 2018

Ю.В. Магдалинская

В статье анализируются правовые принципы и основы деятельности институциональных инвесторов в России, Китае и США. Показано, что именно посредством вовлеченности институциональных инвесторов можно ограничить риск неправомерных действий со стороны менеджмента компании. Активность российских пенсионных фондов и прочих видов доверительного управления остается низкой по сравнению с развитыми рынками. Поэтому китайский опыт внедрения инвесторов в корпоративное управление компаниями может стать хорошим подспорьем для нового витка развития российской корпоративной среды.

Ключевые слова: Россия, Китай, США, коллективное инвестирование, институциональные инвесторы, корпоративное управление, закон об инвестициях, ценные бумаги, совет директоров, акционерный капитал.

DOI: 10.31857/S013128120000157-3

В современных условиях неопределенности вектора своего дальнейшего развития инвестиционная деятельность становится основным объектом анализа и принятия управленческих решений. На текущий момент мировые финансовые и товарные рынки так изменчивы, что риск убыточного инвестирования достаточно велик. Именно поэтому мировая инвестиционная деятельность получила новый виток развития в виде достаточно активного участия институциональных инвесторов — юридических лиц или структур без образования юридического лица, управляющих частными накоплениями и при этом берущих на себя ответственность за принятие инвестиционных решений в том или ином объеме. Ситуация, когда физическое лицо передает свои денежные средства (активы) в доверительное управление специально созданным инвестиционным фондам, доверительным структурам, не вызывает множества вопросов — частный инвестор, не имея прямого доступа к национальным и международным финансовым рынкам, становится опосредованным участником, получая, естественно, доход в зависимости от объема инвестиционных средств и успешности выбранной инвестиционной стратегии. Гораздо сложнее охарактеризовать правовые полномочия, которые несут инвесторы в лице фондов доверительного управления (ФДУ) и инвесторы как вкладчики в данные ФДУ. Более

того, в зависимости от правовой системы и законодательных ограничений обе стороны инвестиционных отношений несут не только ограниченную правовую ответственность за инвестиционные решения, но и ограниченные права на получение прибыли.

Понятие «институциональные инвесторы» в правовом аспекте

Инвесторы являются современными аккумуляторами финансовых средств, полученных от множества физических и юридических лиц. Будучи активными участниками финансовых рынков, они создают новые особые правила функционирования фондовых бирж и корпоративного сектора. В отличие от стратегических инвесторов, которые сфокусированы на прямых инвестициях в отдельный бизнес или проект, институциональные инвесторы ставят перед собой задачу собрать оптимальный портфель успешных вложений, инвестируя агрегированные финансовые ресурсы, полученные от физических и юридических лиц. Именно поэтому институциональные инвесторы не считают первоочередной задачей получение полного контроля над объектом инвестирования. Удачно сформированный инвестиционный портфель позволяет создать успешную стратегию управления и иметь стабильный доход от вложений.

Современная тенденция в международной практике состоит в понижении доли финансового сектора и повышении удельного веса институциональных инвесторов при распределении денежных ресурсов на рынке вложений.

Развивающийся высокими темпами рынок коллективных инвестиций, а также возросшие требования объективной реальности поставили перед законодательством ряд задач: расширить правила игры на рынке коллективных инвестиций в целом и паевых инвестиционных фондов в частности, удовлетворить стремление участников рынка применять новые виды инвестирования и привлечения денежных средств инвесторов, а также увеличить правовое поле институтов инвестирования до общемировых стандартов¹.

Стратегические инвесторы, как правило, получив контроль над интересующей компанией, перестают активно управлять своим инвестиционным портфелем. Изначально из-за большей фидуциарной ответственности* институциональные инвесторы не могут себе позволить выбирать спекулятивные стратегии (хотя практика иногда показывает обратное), которые предполагают краткосрочные покупки и продажи ценных бумаг на рынках срочных сделок. Для институциональных инвесторов более характерна консервативная стратегия инвестирования, при которой инвестор на протяжении продолжительного периода следит за повышением курсовой стоимости его портфеля. Специфика институциональных инвесторов заключается в том, что пакет акций одного акционерного общества — объекта инвестирования, которые могут держать в своем портфеле такие инвесторы, обычно не может быть больше 20% от всего уставного капитала общества. Исходя из сложившейся практики вопрос о роли институциональных инвесторов стоит достаточно остро. В теории институциональные инвесторы могут влиять на деятельность компании лишь через решения, принимаемые на общем собрании акционеров.

В первую очередь, контроль напрямую зависит от доли прав, которыми владеет инвестор, будь то единоличный или институциональный. Объем инвестиционного вклада в уставный капитал создает прецедент на право контроля, а также право косвенного или прямого управления. Поэтому доля в капитале является первоочередной точкой зависимости прав инвестора и его возможностей влияния на корпоративное управление.

Институциональные инвесторы, формируя инвестиционный портфель и управляя им, получают доход от роста курсовой стоимости ценных бумаг и процентного дохода по выплатам от ценных бумаг. При этом работа по размещению активов, принадлежа-

* Фидуциарная ответственность – ответственность за действия или последствия действий, совершаемых на должности, которая не регулируется какими-либо законами, постановлениями или документами, имеющими юрисдикционную силу.

щих институциональным инвесторам, происходит по двум направлениям: (1) определение типа инвестиционного (финансового) актива, который будет составлять часть инвестиционного портфеля; (2) определение объема распределения инвестиционных ресурсов в зависимости от типа финансовых активов и их доходности. Например, в США существуют отдельные инвестиционные фонды, которые, к примеру, специализируются только на корпоративных ценных бумагах компаний из топливно-энергетического или технологических секторов.

Что касается правовых аспектов деятельности именно институциональных инвесторов, то эти юридические лица передают компании значительные финансовые ресурсы, привлеченные ими от частных лиц, и становятся ее акционерами. Предполагается, что активность институциональных инвесторов в управлении компанией ведет к положительным результатам, например, максимизации доходов, уменьшению кризисных ситуаций в корпоративном управлении. Будучи собственниками акций, институциональные инвесторы требуют все больше прав в корпоративном управлении. Индивидуальные инвесторы обычно не стремятся пользоваться своими правами по участию в управлении компанией, однако их не может не волновать, обеспечиваются ли равные возможности со стороны контролирующих акционеров и их менеджеров. Как отмечено в Принципах корпоративного управления Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), «отчасти эти отношения регулируются законами и подзаконными актами, а отчасти им приходится посредством проводимой внутри компании политики приспосабливаться к бизнес-условиям внешней среды». Тем не менее активное внедрение международных стандартов ведения инвестиционной деятельности позволяет синхронизировать национальную правовую практику с практиками зарубежных стран, что является критически важным для осуществления инвестиций не внутри страны, а на глобальном уровне.

Единообразное определение понятия «институциональный инвестор» в литературе отсутствует. Так, американские специалисты подразумевают под ними пенсионные и инвестиционные фонды, англичане добавляют страховые компании, немецкие ученые — банки, а российские — инвестиционные компании².

Наравне с понятием «институциональный инвестор» существует понятие «профессиональный инвестор», как нечто противоположное частному инвестору. При этом инвесторы, которые владеют акциями других лиц, и инвесторы, чьи акции подчинены бенефициарному интересу третьих лиц, — абсолютно разные вещи.

Правовые основы деятельности институциональных инвесторов в РФ

Правовое регулирование деятельности институциональных инвесторов осуществляется в России преимущественно подзаконными актами Российской Федерации. Понятие «институциональный инвестор» используется в законодательстве, регулирующем отношения в сфере пенсионных накоплений, ипотечной системы, страхования вкладов. Правительство РФ указывает на открытый перечень организаций, осуществляющих деятельность в форме институциональных инвесторов³. Центральный банк РФ, напротив, ссылается на закрытый перечень институциональных инвесторов, относя к ним страховые компании, паевые инвестиционные и негосударственные пенсионные фонды.

Правительство РФ довольно часто упоминает институт институциональных инвесторов в своих программных документах и правовых актах, однако при этом на законодательном уровне не создается никаких правовых рамок и федеральных правоприменительных актов. На основании ст. 4 Закона о капитальных вложениях субъектами инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, являются инвесторы, заказчики, подрядчики, пользователи объектов инвестиционной деятельности, другие лица.

В соответствии со ст. 51.2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» выделяется такая категория инвесторов, как квалифицированные инвесторы. В силу указанного Закона к квалифицированным инвесторам отнесены те инвесторы, которые отвечают критериям институционального инвестора (кредитные организации, акционерные инвестиционные фонды и другие).

Исходя из того, что содержание инвестиционного отношения составляют субъективные права и обязанности его субъектов, большинство специалистов рассматривают его на основе анализа прав и обязанностей субъектов инвестиционной деятельности, закрепленных в законодательстве. При этом, как правило, они опираются на права и обязанности, закрепленные в ст. 6 и 7 Закона о капитальных вложениях и ст. 5 и 6 Закона об инвестиционной деятельности в РФ. Институциональные инвесторы всегда являются квалифицированными и профессиональными участниками финансового рынка. Помимо законодательного определения понятия «институциональный инвестор», данный термин используется арбитражными судами в делах, участниками которых являются страховые общества либо инвестиционные фонды⁴.

Применение единых принципов инвестирования институциональными инвесторами создаст основу для расширения и распространения других форм коллективного инвестирования и их институционализации.

Инвесторы обладают следующими правами (ст. 6 Закона о капитальных вложениях⁵):

- осуществлять инвестиционную деятельность;
- самостоятельно определять объемы, направления, размеры и эффективность инвестиций;
- владеть, пользоваться и распоряжаться объектами и результатами инвестиций;
- контролировать целевое использование инвестиций;
- передавать свои правомочия в инвестиционном процессе и полученные результаты инвестиционной деятельности;
- заключать договоры с другими субъектами инвестиционной деятельности;
- объединять собственные и привлеченные средства со средствами других инвесторов в целях совместного инвестирования;
- осуществлять инвестиции в объекты предпринимательской деятельности на территории Российской Федерации за счет доходов или прибыли от иностранных инвестиций (реинвестирование).

В то же время надо иметь в виду, что содержание инвестиционных правоотношений не исчерпывается правами и обязанностями, закрепленными в двух вышеупомянутых законодательных актах⁶. Связано это с тем, что, во-первых, существуют виды инвестиционной деятельности, не охватываемые этими документами; во-вторых, различные права и обязанности субъектов инвестиционных правоотношений закрепляются нормами ГК РФ и других актов гражданского законодательства, а для публичных служебных правоотношений также нормами административного и финансового законодательства, в-третьих, для отдельных видов инвестиционных правоотношений государство устанавливает специальные правила, т.е. применительно к данному конкретному случаю. Наиболее это характерно для публичных инвестиционных правоотношений с участием самого государства, с которым, как утверждено Межведомственной комиссией по научно-инновационной политике (Протокол № 1 от 15 февраля 2006 г.), будут взаимодействовать компании и общества различного направления⁷.

Институциональные субъекты (инвесторы) выступают тем инструментом, посредством которого государство инициирует, направляет нужные процессы и вовлекает в них частный сектор, налаживая и вырабатывая различные механизмы государственно-частного партнерства.

Согласно Методическим материалам по разработке программ инновационного развития акционерных обществ с государственным участием, государственных корпораций и федеральных государственных унитарных предприятий, утвержденным Распоряжением Минэкономразвития России от 31 января 2011 г. № 3Р-ОФ, создается возможность применения механизмов частно-государственного партнерства, включая использование механизмов налогового и бюджетного стимулирования инновационного развития, возможностей государственных институтов инновационного развития⁸.

В целом российские институты развития представляют собой организационные структуры, специально создаваемые государством с целью реализации и софинансирования важных для экономики страны проектов, развития приоритетных отраслей и инфраструктуры. В соответствии с Распоряжением Правительства РФ от 3 апреля 2013 г. № 500-р «О проекте Федерального закона «О публично-правовых компаниях в Российской Федерации и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» разработан проект Федерального закона № 252441-6 «О публично-правовых компаниях в Российской Федерации и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», в соответствии с которым предлагается создать в Российской Федерации публично-правовые компании, которые будут представлять собой новую организационно-правовую форму некоммерческих юридических лиц с исключительно государственным участием.

Правила инвестирования временно свободных средств для публично-правовых компаний предлагается сохранить в таком же виде, который в настоящее время предусмотрен для государственных корпораций и государственных компаний. Правительство РФ определяет перечень разрешенных объектов инвестирования, порядок совершения сделок, порядок контроля за инвестированием, правила опубликования отчетов об итогах инвестирования (п. 3.2 ст. 7.1 и п. 9 ст. 7.2 Федерального закона от 12 января 1996 г. № 7-ФЗ «О некоммерческих организациях»).

В последнее время возросла роль российских государственных компаний на инвестиционном рынке страны («Газпром», «Совкомфлот», «Роснефть» и др.). Например, «Газпром» активно приобретал контроль над компаниями смежных отраслей. Государственные корпорации также расширяли свою роль в экспорте прямых инвестиций. Несмотря на продолжающееся сокращение удельного веса государственных ТНК среди всех российских инвесторов за рубежом, в настоящее время около 28% накопленных российскими компаниями зарубежных активов приходится на долю государства.

Тем не менее для правовой свободы, которая в целом развивается в рамках правовых актов современного российского законодательства, создаются на текущий момент новые ограничения. Все началось с 2014 года, когда российских инвесторов обязали получать статус квалифицированных (по примеру мировой практики). Безусловно, институциональные инвесторы как аккумуляторы финансовых средств множества относительно незащищенных с правовой точки зрения лиц в первую очередь подпадают под необходимость получения статуса квалифицированных инвесторов. Имеющаяся судебная практика также выявила существенный недостаток в «квалификации» крупных российских инвесторов, которые номинально могут отвечать всем критериям квалифицированного инвестора. Речь идет о ряде судебных решений⁹ по искам компаний ООО «Эрмитаж Девелопмент» и ООО «Агротерминал» к ЗАО «ЮниКредит», связанных с односторонним расторжением сделок процентного свопа. Эти организации, взявшие у банка кредиты на общую сумму более 100 млн долл., через суд добились расторжения договоров процентного свопа. Судебные слушания показали, что клиенты российских банков (судя по характеру и объему этих сделок, это весьма крупные компании), заключавшие срочные сделки процентного свопа, не до конца отдавали себе отчет в правовой природе этих производных финансовых инструментов. Цель законодателя при введении института квалифицированного инвестора в законодательство о рынке ценных бумаг заключалась в

том, чтобы защитить мелкого, массового, неквалифицированного инвестора при сделках с финансовыми инструментами. Предполагалось, что крупный инвестор обладает достаточными интеллектуальными и финансовыми ресурсами, чтобы защитить себя самому.

История участия институциональных инвесторов в управлении компаниями Китая

В Китае численность институциональных инвесторов и масштабы их деятельности показали колоссальный рост на фоне ускоренного развития рынка капитала. В настоящий период Китай находится в состоянии, которое можно охарактеризовать как «зорождение + смена модели». К тому же институциональные инвесторы сейчас, как и раньше, находятся в отличных от других стран социальных условиях, например, абсолютная исключительность прав долевой собственности в листинговых компаниях, монополизм, неустоявшаяся система корпоративного управления акционерными компаниями, поэтому при том, что общепризнанно влияние и заимствование опыта иностранных государств, однако практика заставляет насущно учитывать местные особенности.

Многие китайские исследователи, говоря о корпоративном управлении, назвали структуру права долевой собственности основой и определяющим фактором эффективности системы корпоративного управления и всех его аспектов. Структура права долевой собственности в листинговых компаниях в Китае обладала с самого начала абсолютно только для Китая характерными особенностями, отличаясь от англосаксонской системы с ее субъектностью институциональных инвесторов высокой степенью децентрализации акционерного права; отличаясь также и от свойственных для Японии и Германии моделей перекрестного владения акциями юридических лиц, банков как крупнейших акционеров в листинговых компаниях и достаточно высокой степени концентрации акционерных участников компании.

Эти особенности, присущие Китаю, берут свое начало в самом зарождении рынка ценных бумаг в стране, когда подавляющее большинство компаний возникали в результате преобразования государственных предприятий, и государство не собиралось и после их превращения в акционерные общества терять свою роль крупнейшего акционера. Компании оставались по-прежнему под контролем государства, более того, существовали компании, где государство было единственным акционером, то есть говорить о структуре акционерного права вообще было нелогично. Исследования компаний нефинансового сектора Шэньчжэня и Шанхая первых десяти лет нынешнего века показывают, что в структуре права акционерной собственности публичных компаний самой главной его особенностью было монопольное владение акциями. Вплоть до реформы 2005 года, разрешавшей торговли акциями китайских государственных компаний на Шанхайской и Шэньчжэньской биржах, доля акций, находящихся в руках крупнейшего акционера, составляла в 2002–2005 гг. 43,58; 42,67; 41,77 и 40,43% соответственно. После проведения реформы 2005 года показатели следующих четырех лет снизились до 36,15; 35,98; 36,24 и 36,24%. Эти средние показатели лишь частично отражают ситуацию концентрации капитала, так как, например, в первых пяти крупнейших компаниях Китая этот показатель был значительно выше указанных. Колебания этих показателей по различным компаниям крайне значительны, однако они показали снижение в определенной степени доли крупнейших акционеров при условии сохранения крупнейшим акционером своего контрольного пая. Это создало условия для полного контроля над прибылью компаний при помощи таких приемов, как сделки с заинтересованностью, что в конечном итоге нанесло урон интересам самих компаний и интересам средних и малых акционеров.

Подобная специфичная структура права долевой собственности привела к тому, что система внутреннего управления корпорациями, включающая общее собрание акционеров, совет директоров, наблюдательный совет, а также привлеченный независимый

директор не могли нормально выполнять свои функции. После реформы 2005 года структура права долевой собственности была значительно улучшена, однако развитие и усовершенствование механизма корпоративного управления является процессом небыстрым и нелегким, поэтому в настоящее время корпоративное управление листинговых компаний по-прежнему характеризуют следующие недостатки.

Во-первых, функциональная слабость внутреннего управления.

Сформированный внутри компании механизм корпоративного управления с организационной точки зрения включает взаимозависимые и выполняющие каждый свои функции элементы — общее собрание акционеров, совет директоров, наблюдательный совет. Однако вследствие монопольной структуры права долевой собственности функции механизма внутреннего управления компании не сбалансированы и не эффективны.

В условиях контроля со стороны крупнейшего акционера даже общее собрание акционеров, самый важный способ участия средних и малых акционеров в управлении компаний, не дает право голоса средним и малым акционерам, превратившись в «театр одного актера» — крупнейшего акционера. Исследования Сюй Сяоняня и Ван Яня обнаружили, что из-за недостатка возможности для средних и мелких акционеров концентрированно выражать свои замечания в процессе голосования представителей участие индивидуальных акционеров в общем собрании сведено к выплате расходов, и при рассеивании права долевой собственности невозможно избежать традиционной проблемы «непосредственного бенефициара». А средние и мелкие акционеры не имеют механизмов контроля за управляющими компании и возможности оказывать влияние на процессы в АО. Акционеры, контролирующие государственные акции и акции юридических лиц, всеми способами и в дальнейшем будут прилагать усилия к устранению влияния средних и мелких акционеров в процессе контроля за деятельностью АО¹⁰.

Совет директоров становится «инсайдеровским» советом директоров, органом, не обеспечивающим внутренний контроль компании в целом, а также контроль управления компанией и действий ее генерального директора. То, что инсайдерский контроль и степень его реального влияния в публичных компаниях находится в тесной зависимости от степени концентрации права долевой собственности, подтверждается анализом деятельности компании, приведенном Хэ Цзюнем¹¹, где напрямую указано, что в компаниях с высокой степенью концентрации права долевой собственности высока степень инсайдерского контроля. Чэнь Сяньюн¹² также указывает на тесную связь двух параметров. Очевидно, что в Китае серьезно стоит проблема внутреннего контроля со стороны совета директоров в компаниях с крупнейшим акционером, чье влияние не дает возможность сформировать независимый эффективный совет директоров, который способствовал бы оздоровлению процесса управления и принятия решений в компании. В Китае в целях повышения независимости совета директоров было решено прибегнуть к привлечению такого института, как независимый директор. Однако на практике, как показали многие исследования, независимый директор в компании становится лишь украшением, «побрякушкой» (Гао Минхуа, Ма Шоули¹³; Ху Цинцин, Шэнь Ифэн¹⁴; Ли Чанцин, Лай Цзяньцин¹⁵). Шао Шаоминь в своих исследованиях подтверждает¹⁶, что владеющий контрольным пакетом акций акционер — важный фактор замедления и пробок на пути усовершенствования системы корпоративного управления в компании, и обладание им слишком большим количеством акций дает ему соотносимо больше возможностей построения инсайдерских барьеров для снижения эффективности действий независимого директора в системе внутреннего корпоративного контроля.

Наблюдательный совет также оказывается лишь совещательным органом, находящимся в подчинении совета директоров и инсайдера, и не способен осуществить свою контрольную функцию. И пусть даже формально наблюдательный совет в соответствии с законодательством несет функцию по контролю за деятельностью компании, однако, в силу, вероятно, несовершенства его рамок под контролем крупнейших акционеров мо-

жет быть принято решение о включении в состав наблюдательного совета представителя крупнейших акционеров и занятии им должности председателя наблюдательного совета. Сам наблюдательный совет в подобной ситуации, естественно, становится послушным инструментом в руках менеджмента компании. Контрольная функция такого наблюдательного совета практически является ничтожно малой.

Во-вторых, слабость внешнего корпоративного управления.

Система внешнего управления корпорацией находится в непосредственной связи с ее внутренним управлением. Включает в основном такие внешние силы влияния, как товарный рынок, рынок профессиональных управленцев, рынок капитала, а также рынок права распоряжения. В Китае, как в стране с переходной экономикой и растущим рынком капитала, отсутствуют условия для нормального функционирования системы внешнего корпоративного управления.

Одновременно с этим особенный характер структуры права долевой собственности в публичных компаниях определил основной способ продажи и покупки публичных компаний — по договоренности, что обострило конфликт интересов покупателей и владеющих акциями в обращении акционеров. Покупатели нередко использовали предлог покупки или слияния компании для рыночных махинаций и закрытых кулуарных сделок. Это серьезнейшим образом ограничило эффективность, качество и сферу функционирования рынка права распоряжения в компаниях. Наконец, субъектами сделок по покупке и продаже компаний были в основном государственные предприятия, и это были совместные нерыночные действия местных правительств и вышестоящих ведомств. Можно сказать, сделки стали основным способом извлечения крупнейшими акционерами личной прибыли. Ли Цзэнсянь писал, что действия по слиянию и поглощению публичными компаниями непубличных компаний являются по сути поддержкой местным правительством владеющих контрольным пакетом акций акционеров и «опустошают полностью публичную компанию»¹⁷. Одновременно среди теоретиков и практиков звучат нарекания, что все указанное не только характерно для дореформенного периода (до 2005 г.), но даже в послереформенный период процесс изживания порочных практик шел недостаточно эффективно. Развитие рынка капитала еще далеко от совершенства, хотя и признается, что система корпоративного управления в течение десяти лет, прошедших после начала ее реформирования, была усовершенствована достаточно глубоко и повсеместно. Однако есть общее мнение, что система корпоративного управления внутри публичной компании, как и раньше, еще не может эффективно себя проявить.

В Китае еще не дано окончательного научного определения понятию «институциональный инвестор». Обычно, по внешним признакам, эта категория включает портфельные инвестиционные фонды, фонды социального страхования, страхования капитала, дополнительной пенсии за счет средств предприятия, квалифицированных иностранных институциональных инвесторов (QFII), брокерский фонд (включая частные брокерские компании, а также фонд управления коллективными финансами) и другие (Комитет по управлению и контролю за ценными бумагами КНР, 2008).

В целом китайская система институциональных инвесторов достаточно разветвлена и развита с позиции не только экономической, но и правовой вследствие небывалого роста активности участников финансовых рынков. Тем не менее, как и в случае с российскими институциональными инвесторами, в структуре корпоративного управления и их реальных механизмах функционирования существует большой спектр правовых проблем, которые нужно решать в среднесрочной перспективе.

Модель управления и функционирования институциональных инвесторов в США

На текущем этапе развития финансового рынка в США насчитывается четыре различные модели, структуру которых иллюстрируют различные крупные фонды и инвестиционные компании¹⁸.

Первая модель — коммерческие инвестиционные компании, часто имеющие юридическую форму открытого типа (акции инвестиционных компаний BlackRock и State Street обращаются на нью-йоркской бирже NYSE), в то время как другие компании являются частными (закрытыми) (например, Fidelity Management & Research Company). В данную группу также включаются коммерческие страховые компании и фонды пенсионных сбережений.

Вторую модель представляют некоммерческие инвестиционные компании. Это управляющие компании, которые управляют определенным пулом инвестиций в некоммерческих целях под эгидой какой-то крупной компании или фонда, а доверительные собственники (trustees) напрямую выбираются участниками данного фонда, чьи голоса собираются в долларовом выражении по отношению к вкладу в данную инвестиционную компанию.

Третья модель представлена публичными пенсионными фондами, в которых управляющий менеджмент назначается государством или выбирается электоратом в ходе прямого голосования. Такой компанией является CalPERS, в которой управляющий комитет состоит из 6 выбранных, 3 назначенных управляющих и 4 в силу своего положения государственных служащих.

Четвертая модель представлена фондами, связанными с профсоюзами, возглавляемыми государственными активистами. Совместные пенсионные фонды (известный как Taft-Harley Plans) распоряжаются 400 млрд долл. США в форме активов (100 млрд долл. США в обыкновенных акциях), однако не ведут активную инвестиционную политику по большей мере потому, что фонд нанимает внешние инвестиционные компании для управления активами в целях уменьшения рисков фидуциарной ответственности в рамках акта ERISA¹⁹.

Наиболее сложным процессом в корпоративном регулировании является голосование в компании, чьиими акционерами являются институциональные инвесторы²⁰. Крупнейшие институциональные инвесторы голосуют на годовом собрании акционеров по доверенности, выданной специально созданным департаментом. В компании BlackRock существует целая команда Corporate governance and responsible investment (CGRI), которая оперирует как клиринговый центр для различных портфелей инвестиций²¹.

В Vanguard голосование по доверенности делегировано отдельной компании Proxy Voting Group. Данная компания применяет политику корпоративного управления и защищает права через судебные инстанции. Proxy Voting Group отвечает за:

- управление правами кредиторов на основе голосования по доверенности;
- сбор позиции по акциям;
- анализ предложений на голосовании акционеров в соответствии с правилами политики инвестиций;
- определение потенциальных и актуальных конфликтов;
- сам процесс голосования.

Такие компании также готовят периодические и специальные отчеты для совета правления и внесения изменений в политику инвестирования²². Учитывая количество корпоративных активов в портфолио и законодательное право голосовать как акционер, роль таких департаментов (специально созданных компаний) неизбежно предусматривает функцию соответствия законодательным требованиям. Просто голосовать за решение, даже не принимая в расчет, как именно это делать, создает огромный риск.

К тому же наиболее крупные институциональные инвесторы начинают активно принимать участие в корпоративном управлении, и поэтому риск возрастает. Данная активность в корпоративном управлении не классифицируется как инвестиционная деятельность компании: в отличие от менеджеров портфельных инвестиций, расходы на представителей своих интересов в составе акционеров компании могут быть и не связаны с финансовыми показателями портфеля инвестиций.

В настоящее время в западных странах исследования проблем участия институциональных инвесторов в управлении корпорацией в основном сводятся к исследованию механизма принятия или отклонения проектов, выдвигаемых акционерами, проектов, направленных против методов ведения хозяйственной деятельности. В этом и видится главное содержание позитивной деятельности акционеров. Однако вследствие того, что в Китае количественные показатели подобной позитивной деятельности акционеров не столь значительны, очевидно, что институциональные инвесторы находятся по-прежнему на начальном этапе своего развития и не вполне раскрыли свой потенциал. Несмотря на то, что в китайской исследовательской литературе уделяется большое внимание институциональным инвесторам, оно в основном касается вопросов стратегии инвестирования и приоритета в определении их участия в уставном капитале. Для нас же институциональные инвесторы интересны, прежде всего, с точки зрения формирования их как внешней силы управления корпорациями.

Несмотря на то, что деятельность каждого отдельного институционального инвестора регулируется отдельным федеральным законом в данной области правоотношений (пенсионной, банковской, страховой, инвестиционной), необходимо преодолеть неоднородность норм, регулирующих деятельность инвестиционных институтов различных форм. Необходимо уделить большее внимание вопросам раскрытия информации, необходимой инвесторам для оценки рисков, связанных с инвестированием и принятием решений, мерам обеспечения интересов акционеров и пайщиков со стороны управляющей компании при осуществлении инвестиционной деятельности, влиянию акционерных и паевых инвестиционных фондов на корпоративное управление, повышению роли негосударственных пенсионных фондов.

-
1. *Черепанов Н.С.* Правовое регулирование деятельности институциональных инвесторов / науч. рук. Е.П. Губин. М., 2009. С. 39.
 2. *Польщикова А.Е.* Влияние институциональных инвесторов на корпоративное управление // Право и экономика. 2011. № 8. С. 44.
 3. Федеральный закон от 24 июля 2002 г. № 111-ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в РФ».
 4. Определение ВАС РФ от 5 марта 2010 г. № ВАС-2006/10 по делу № А65-24593/2008-СГ1-5/30; Постановление ФАС Московского округа от 29 июля 2008 г. № КА-А40/6737-08; Постановление ФАС Московского округа от 2 апреля 2007 г., 5 апреля 2007 г. № КА-А41/2272-07.
 5. Федеральный закон «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» от 25.02.1999 № 39-ФЗ (действующая редакция, 2016).
 6. *Сергеев В.В.* Законодательное обеспечение рынка ценных бумаг в условиях модернизации рыночной экономики (с заседания Комиссии по законодательству в сфере деятельности кредитных организаций и финансовых рынков Ассоциации юристов России) // Банковское право. 2011. № 4. С. 3.
 7. Фонд содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере (Фонд содействия), Российский фонд технологического развития (РФТР), ОАО «Российская венчурная компания» (ОАО «РВК»), а также венчурные и посевные фонды, созданные с ее участием, ОАО «РОСНАНО», венчурные фонды, созданные при участии ОАО «РОСНАНО», Фонд инфраструктурных и образовательных программ, Внешэкономбанк, ОАО «МСП Банк», Фонд развития Центра разработки и коммерциализации новых технологий (Фонд «Сколково»), отдельные федераль-

- ные органы исполнительной власти (Росмолодежь), общественные организации: ОПОРА РОССИИ, Российская ассоциация венчурного инвестирования, а также специализированная торговая площадка ММВБ для высокотехнологичных компаний «Рынок инноваций и инвестиций».
8. К примеру, ГК «Роснанотех», ОАО «РВК», Фонд «Сколково», Фонд содействия развитию малых форм предпринимательства в научно-технической сфере, региональные институты развития.
 9. Решение Арбитражного суда города Москвы от 26 декабря 2011 г. по делу № А40–92297/11–46–801; Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 20 марта 2012 г. по делу № А40–92297/11–46–801; Постановление ФАС Московского округа от 30 июля 2012 г. по делу № А40–92297/11–46–801; решение Арбитражного суда города Москвы от 27 июля 2012 г. по делу № А40–55358/12–100–391; Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 10 октября 2012 г.; Постановление ФАС Московского округа от 30 января 2013 г. по делу № А40–55358/12–100–391 // СПС «Гарант».
 10. Сюй Сяоянь, Ван Янь. Чжунго шанши гунсы дэ соючжи цзегоу юй гунсы чжили: [Структура собственности и управление корпорациями в публичных компаниях Китая] // Цзинцзи яньцзю. 1998. № 7. С. 105–127.
 11. Хэ Цзюнь. Шанши гунсы чжили цзегоу дэ шичжэн фэньси: [Эмпирический анализ структуры управления в публичных компаниях] // Цзинцзи яньцзю. 1998. № 5.
 12. Чэнь Сянюн, Чжэн Сюэчжан, Хуан Сюэлу. Шанши гунсы гуцюань цзегоу юй цзинин цзисяо гуаньси дэ шичжэн яньцзю: [Эмпирические исследования связи структуры акционерного права и результатов хозяйственной деятельности в публичных компаниях] // Чжэнцюань шичан. 2000. № 4. С. 34–41.
 13. Гао Минхуа, Ма Шоули. Дули дунши чжиду юй гунсы цзисяо гуаньси дэ шичжэн фэньси: [Эмпирический анализ связи института независимого директора и результатов хозяйственной деятельности корпорации] // Нанькай дасюэ цзинцзи яньцзю. 2002. № 2. С. 64–68.
 14. Ху Цинцин, Шэнь Ифэн. Дули вайбу дунши нэнфоу тигао шанши гунсы дэ цзинин еци: [Возможность повышения независимым внешним директором результатов хозяйственной деятельности публичных компаний] // Шичзе цзинцзи. 2002. № 7. С. 55–62.
 15. Ли Чанцин, Лай Цзяньцин. Дуншихуэй тэчжэн инсян гунсы цзисяо ма?: [Влияние особенностей совета директоров на эффективность компании] // Цзиньжун яньцзю. 2004. № 5. С. 64–77.
 16. Шао Шаоминь. Вого дули дунши чжиду яньцзю: [Исследования института независимого директора в Китае]. Пекин: Лисинь куайцзи чубаньшэ, 2005.
 17. Ли Цзэнцюань. Гоцзя кунгу юй гунсы чжили дэ юсяосин: [Государственный холдинг и эффективность управления корпорацией]. Пекин: Цзинцзи кэсюэ, 2005.
 18. Blume Marshall E., Keim Donald B. Working Paper, Institutional Investors and Stock Market Liquidity: Trends and Relationships / The Wharton School, University of Pennsylvania (Aug. 21, 2012). URL: http://finance.wharton.upenn.edu/~keim/research/ChangingInstitutionPreferences_21Aug2012.pdf
 19. Tonello Matteo, Rahimov Stephan Rahim. The 2015 Institutional Investment Report, Trends in Asset Allocation and Portfolio Composition, November, 2015.
 20. Chemmanur Thomas J., Hu Gang, Huang Jiekun. The Role of Institutional Investors in Initial Public Offerings // The Review of Financial Studies. 2010. V. 23. No. 12. P. 4496.
 21. Burr Barry. Money Managers Increasing Activism on Governance — But Quietly // Pensions & Investments. 2013. March.
URL: <http://www.wsj.com/articles/SB100014240527023039497045794579461773304558680>
 22. CalPERS global proxy voting policy. URL: <https://www.calpers.ca.gov/eip-docs/investments/policies/shareowner/proxy-voting-policy/global-proxy-voting.pdf>