

## Типизация форм оппортунизма управляющих компаний инвестиционных фондов

Рассматриваются методологические аспекты проявления оппортунизма управляющих компаний инвестиционных фондов как частного случая проблемы взаимодействия агентов (менеджеры фонда) и принципалов (инвесторы фонда). Выделены системообразующие факторы, позволяющие сформулировать оптимальную стратегию управления активами фонда в интересах его инвесторов: 1) для фондов, предназначенных для неквалифицированных инвесторов – пассивный вариант стратегии широкой диверсификации активов на эффективных рынках, 2) для фондов, предназначенных для квалифицированных инвесторов, – стратегия активного управления активами на рынках с низким уровнем информационной эффективности. В рамках данной системы целеполагания оппортунизм управляющих компаний можно представить как один из вариантов искажения оптимальной стратегии управления инвестиционным фондом, при котором обеспечивается сохранение или даже увеличение выгод управляющей компании за счет ухудшения положения инвесторов. Для фондов широкой диверсификации на эффективных рынках таким искажением становится переход к стратегии активных операций и/или переход на рынок с более низкой информационной эффективностью (неоправданное повышение риска). Для фондов квалифицированных инвесторов, напротив, искажение оптимальной стратегии проявляется в снижении активности операций и/или переходе к операциям на эффективных рынках (неоправданное снижение риска). Во всех указанных случаях оппортунизм менеджмента инвестиционных фондов представляет собой проявление «морального риска» (*moral hazard*) и перераспределение остаточного дохода на основе информационной асимметрии. Предложенная типизация форм проявления оппортунизма позволяет систематизировать существующие практики снижения агентских издержек в инвестиционных фондах, сформировать направления их совершенствования и обеспечить их более эффективное применение в конкретных условиях.

**Ключевые слова:** инвестиционный фонд; управляющая компания; эффективность рынка; стратегия инвестиционного фонда; пассивное управление; активное управление; бенчмарк; индексное инвестирование; индексный фонд; Exchange Traded Fund (ETF); менеджеры; инвесторы; агентская проблема; оппортунизм менеджеров; вознаграждение управляющей компании; корпоративное управление; моральный риск; квалифицированные инвесторы; неквалифицированные инвесторы.

Итоги 2017 года для мировой индустрии инвестиционных фондов в очередной раз подтвердили тенденцию последних лет – сокращение притока средств в активно управляемые фонды и практически эквивалентное увеличение средств, аккумулированных в фондах с пассивными стратегиями управления (в первую очередь в биржевых индексных фондах – *Exchange Traded Funds*, или *ETF*)<sup>1</sup>. Вместе с тем события уже нового, 2018 года вновь активизировали дискуссию о преимуществах «активного» или «пассивного» стиля управления инвестиционными активами. Толчком послужили достаточно драматические события 5 февраля 2018 года, когда старейший фондовый индекс *Dow Jones Industrial Average* продемонст-

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

<sup>1</sup> Например, общий приток средств в немецкие фонды акций в 2017 году составил 18,2 млрд евро, при этом доля средств в индексные фонды составила 14 млрд евро, а в активно управляемые фонды всего 4,2 млрд евро. Впрочем, на данном рынке по-прежнему сохраняется суммарное преобладание объема средств в активно управляемых фондах (283 млрд евро) над объемом средств в фондах ETF-акций (111 млрд евро) [19].

рировал рекордное за свою более чем столетнюю историю дневное падение, снизившись на 4,6 % (-1 179 пунктов). Одновременная реакция других американских индексов (*S&P 500* минус 4,1 %, *Nasdaq* минус 3,8 %) спровоцировала аналогичные снижения и на других мировых фондовых площадках. Не углубляясь в локальные причины столь стремительной негативной динамики рынков<sup>2</sup>, нельзя не признать, что в целом на рынке акций уже сформировался определенный «перегрев», который или, 1), может быть снят серией коррекций, или, 2), приведет к долгосрочному изменению рынка, например в пользу рынка корпоративного долга. Объективные предпосылки для второго сценария более чем очевидны, и в первую очередь это сокращение политики «дешевых денег» на рынке США, а на горизонте ближайшего года – и в Евроне.

Таким образом, сценарий долгосрочной стагнации фондовых рынков акций по-прежнему остается лишь вероятностным, но его вероятность повысилась. Это, по мнению сторонников активного управления инвестиционными фондами, должно неизбежно положить конец экспансии пассивной стратегии управления, которая не способна генерировать положительные доходности на стагнирующем и тем более падающем рынке.

На первый взгляд данные аргументы представляются вполне оправданными, поскольку идеология тех же индексных фондов сводится лишь к повторению соответствующего рынка или бенчмарка (*benchmark*). Однако из этого отнюдь не следует вывод о неизбежном превосходстве активных стратегий, допускающих извлечение дохода и на падающем рынке – за счет открытия коротких позиций, продаж без обеспечения, использования деривативов и т. д. Активный тайминг (*timing*) подобных операций по своей природе ничем не отличается от зеркальных операций открытия длинных позиций, которые актуальны на растущем рынке. При этом надо помнить, что история последних лет (растущий тренд акций) не подтверждает способность управляющих компаний генерировать положительную относительно бенмарка доходность [1; 2; 3; 5; 7; 20; 22].

Конечно, не стоит исключать уже упомянутый и возможный сдвиг инвестиционных предпочтений в пользу долгового рынка на фоне роста доходностей рынка облигаций по отношению к рынку акций. Тем не менее этот сценарий, а главное, связанное с ним долгосрочное изменение целевого рынка для инвесторов отнюдь не требуют перевода средств в фонды с активным и дорогостоящим профессиональным управлением. Смена направления инвестирования массовых инвесторов вполне возможна, но можно прогнозировать, что она произойдет по направлению «из *ETF* акций в *ETF* облигаций», а отнюдь не по направлению «из *ETF* акций в фонды акций с активным управлением»!

Все сказанное выше отнюдь не должно создавать впечатление о некой глобальной борьбе «добра» (пассивное управление) со «злом» (активное управление). Картина инвестиционного рынка, и в том числе рынка инвестиционных фондов, не может быть сведена лишь к характеру реализуемой стратегии управления активами. Оптимальность данной стратегии может быть оценена лишь в контексте таких факторов, как 1) характер инвестиционного рынка и 2) характеристика инвесторов соответствующего фонда. В первом случае речь идет о степени информационной эффективности рынка, а во втором – о степени квалифицированности или искушенности инвесторов фондов. Анализ трансакционных издержек реализации активной или пассивной стратегии управления активами позволяет объективно выделить границы оптимального применения того или иного ее варианта [9].

<sup>2</sup> Например, активное развитие алгоритмической торговли и/или эмоциональная реакция участников рынка на заявления представителей Федеральной резервной системы США об ускорении сворачивания политики количественного смягчения.

**Активная стратегия** обеспечивает минимизацию суммарных трансакционных издержек для инвестиционных фондов, ориентированных на рынки с низкой степенью эффективности и предназначенных для квалифицированных инвесторов (венчурные и хедж-фонды, фонды прямых инвестиций и т. д.). Именно это сочетание позволяет рассчитывать на получение сверхрыночной доходности за счет профессионализма управляющих фондами, хотя и с повышенным уровнем риска и относительно низкой ликвидностью вложений.

**Пассивная стратегия**, напротив, позволяет минимизировать совокупные трансакционные издержки на рынках с высокой степенью информационной эффективности, которые в сочетании с относительно низким уровнем риска (за счет широкой диверсификации) и высоким уровнем ликвидности (как правило, рынки биржевых активов) отвечают интересам рядовых, неквалифицированных инвесторов.

Тем не менее не надо забывать, что конструкция инвестиционного фонда представляет собой пример классического разделения функций управления и собственности. Менеджеры фонда или ее управляющая компания в данном случае обеспечивают реализацию функции управления активами и выступают **агентами** по отношению к инвесторам фонда (**принципалам**). За последними остается функция владения, которая может быть дополнена функцией контроля, механизмы которого будут отличаться в зависимости от степени квалификации инвесторов. Как следствие, актуальность приобретает т. н. **агентская проблема**. Указанная проблема основана на различных оценках полезности принимаемых решений агентами и принципалами (конфликт интересов) и атрибутивной для такой ситуации асимметрии информации в пользу агентов. Минимизация агентских издержек составляет основу классического корпоративного управления (*corporate governance*) и активно развивается в рамках индустрии инвестиционных фондов в странах с развитыми финансовыми рынками (*fund governance*) [8].

С точки зрения институционального подхода ключевой проблемой корпоративного управления в инвестиционных фондах становится **оппортунизм менеджеров фонда**. По мнению автора данной категории О. Уильямсона, под ним следует понимать «преследование личного интереса с использованием коварства (обмана). В более общем случае оппортунизм означает предоставление неполной или искаженной информации, особенно когда речь идет о преднамеренном обмане, введении в заблуждение, искажении и сокрытии истины или других методах запутывания партнера. Он лежит в основе действительной или мнимой информационной асимметрии»<sup>3</sup>. В работе [15] приводится ряд других определений оппортунизма, акцентирующих внимание на тех или иных аспектах его проявления:

- «действия экономических агентов по максимизации их собственной полезности в ущерб другим... Оппортунистическое поведение является “перераспределением богатства”» [10];
- «способ действия экономического агента в соответствии с собственными интересами, не ограниченный соображениями морали и противоречащий интересам других агентов» [16];
- «использование асимметричной информации для своей выгоды и в ущерб интересам контрагентов» [11];
- «преднамеренное скрытое действие агента, основанное на использовании информационного преимущества и направленное на достижение личного интереса в ущерб интересам других участников имплицитного соглашения» [13].

Рассматривая проблему оппортунизма применительно к менеджерам инвестиционных фондов, стоит отметить, что она уже давно стала предметом рас-

---

<sup>3</sup> Цитируется по: [12].

смотрения в зарубежной теории и практике инвестиционного рынка. В отечественной литературе указанная проблема также находит свое отражение в контексте вопросов корпоративного управления в инвестиционных фондах, снижения соответствующих агентских издержек [4; 6; 14; 17]. К сожалению, в большинстве указанных работ рассматриваются лишь отдельные примеры проявления оппортунизма управляющих компаний фондов, формулируются верные, но локальные направления по его практическому снижению. Как следствие, из поля зрения исследователей ускользает специфика проявления оппортунизма в случае инвестиционных фондов, обусловленная, как уже отмечалось выше, спецификой инвестиционного рынка и состава инвесторов.

В данной работе предпринимается попытка отчасти преодолеть указанный недостаток – сформировать наиболее общие тенденции оппортунистического поведения менеджмента фонда, но в зависимости от характера его «активов» и «пассивов». Отправной гипотезой является предположение об оппортунизме как сознательном искажении менеджерами фонда 1) оптимальной стратегии управления активами фонда и/или 2) изменении оптимального рынка инвестиционных активов. Еще раз напомним, что состав инвесторов, а точнее, уровень их инвестиционной квалификации достаточно уверенно позволяет выделить два базовых варианта: «фонд неквалифицированных инвесторов» и «фонд квалифицированных инвесторов» (рисунок). Для каждого из указанных вариантов минимизация трансакционных издержек, а следовательно, и итоговой остаточной доходности достигается лишь при определенном сочетании типа рынка инвестиционных активов и стиля инвестиционной стратегии. Можно предположить, что оппортунизм менеджеров фонда, связанный с «искажением» оптимального позиционирования фонда, обусловлен их стремлением перераспределить доходности и/или издержки фонда в наиболее благоприятном для себя направлении, неизбежно в ущерб инвесторам. Проанализируем это предположение.

**1. Для фондов квалифицированных инвесторов** (базовый вариант – активная стратегия на неэффективных рынках). Возможные проявления оппортунизма сводятся в итоге к снижению риска фонда, однако не оправданному по отношению к величине итоговой доходности инвесторов. Варианты:

- *искажение целевой стратегии* – реализация пассивной стратегии на неэффективных рынках. Переход к пассивной стратегии позволяет менеджменту фонда снизить собственные издержки<sup>4</sup>, что при сохранении уровня вознаграждения обеспечивает неоправданное повышение рентабельности управляющих компаний;
- *искажение целевого рынка* – реализация активной стратегии, но теперь уже на рынках с высокой степенью эффективности. В данном случае аналогичным образом снижаются фактические издержки управляющих компаний, но сохранение высокого уровня их вознаграждения («за активность») и в сочетании с неизбежным снижением итоговой доходности приводит к перераспределению благосостояния от инвесторов к менеджерам.

---

<sup>4</sup> Как показано в работе [9], пассивная стратегия на неэффективных рынках формирует избыточный уровень трансакционных издержек (которые возлагаются на инвесторов), но при этом фактические издержки собственно управляющих компаний снижаются – нет необходимости в дорогостоящих аналитических процедурах, высококвалифицированных специалистах и т. д.



Рис. Формы искажения оптимального позиционирования фондов для неквалифицированных и квалифицированных инвесторов<sup>5</sup>

**2. Для фондов неквалифицированных инвесторов** (базовый вариант – пассивная стратегия на эффективных рынках). Как видно из рисунка, основные варианты оппортунистического поведения менеджмента фондов остаются теми же, но теперь уже приводят к неадекватному повышению риска относительно возможного роста итоговой доходности. Варианты:

- *искажение целевой стратегии* – реализация активной стратегии на эффективных рынках. В настоящее время это классический вариант, который позволяет управляющим компаниям извлекать своеобразную ренту повышенного вознаграждения «за активность» [7], сопровождаемую, как показывает практика, повышением риска, но не реальным повышением доходности для инвесторов;

- *искажение целевого рынка* – реализация пассивной стратегии на неэффективных рынках. Реализация пассивной стратегии в данном случае отнюдь не означает снижения фактических издержек, перекладываемых на инвесторов. Напротив, можно отметить рост этих издержек, особенно если пассивная стратегия предполагает широкую диверсификацию активов на низколиквидных рынках.

Понимая определенную схематичность предложенной классификации форм оппортунизма менеджмента, отметим тем не менее, что ряд рассмотренных форм уже сейчас признаются факторами, отрицательно сказывающимися на доверии к индустрии инвестиционных фондов. К их числу относится т. н. «смена стиля управления» (англ. *style drift*, нем. *Stilverschiebung*). Значительное число исследований (см. напр.: [18; 21; 23]) рассматривают данную форму оппортунизма менеджеров как одну из наиболее актуальных проблем хедж-фондов, фондов прямых инвестиций и т. д. Аналогичные проблемы характерны и для фондов, ориентированных на рядовых инвесторов. В данном случае оппортунизм менеджеров, напротив, может подталкивать их к повышению совокупного риска за счет избы-

<sup>5</sup> Составлено автором.

точной активности или смены целевого рынка на менее ликвидный. Здесь расчет, как правило, строится на попытке извлечь дополнительное (зависимое от результата) вознаграждение (*success fee*<sup>6</sup>) при благоприятном, даже случайном, стечении рыночных обстоятельств. Поскольку стечение обстоятельств может быть неблагоприятным, то в данном случае мы имеем дело с классическим следствием или проявлением морального риска – «приватизацией доходности и национализацией (передачей инвесторам) убыточности».

Рассмотренная классификация оппортунизма менеджмента управляющих компаний позволяет, на наш взгляд, систематизировать существующие формы и практики снижения соответствующих агентских издержек, повысить их реальную эффективность в зависимости от системообразующих условий, а в конечном счете – доверие к самой индустрии инвестиционных фондов.

### Литература

1. Богл Д. Инвесторы против спекулянтов. Кто на самом деле управляет фондовым рынком : пер. с англ. – М. : Манн, Иванов и Фербер, 2014.
2. Богл Д. Не верьте цифрам! Размышления о заблуждениях инвесторов, капитализме, «взаимных» фондах, индексном инвестировании, предпринимательстве, идеализме и героях : пер. с англ. – М. : Альпина Паблишер, 2013.
3. Богл Д. Руководство разумного инвестора. Надежный способ получения прибыли на фондовом рынке : пер. с англ. – М. : Манн, Иванов и Фербер, 2013.
4. Дегтярева И. В., Шалина О. И. Институциональные аспекты деятельности инвестиционных фондов в России // Гуманитарные и социальные науки. – Ростов н/Д : Изд-во Южный федеральный университет. – 2010. – № 1 ; 2010. – С. 60–69.
5. Крылов М. Преимущества консервативного подхода к управлению инвестиционным портфелем // Рынок ценных бумаг. – 2015. – № 5. – С. 47–49.
6. Мецгер А. А. Дружинина Е. И. Институт квалифицированного инвестора как элемент корпоративного управления инвестиционным фондом // Вестник Гуманитарного университета. – 2014. – № 3 (6). – С. 10–19.
7. Мецгер А. А. Механизм формирования вознаграждений управляющих инвестиционными фондами как элемент корпоративного управления // Вестник Гуманитарного университета. – 2017. – № 3 (18). – С. 25–37.
8. Мецгер А. А. Модели корпоративного управления в инвестиционных фондах и требования к структуре их активов // Известия Уральского государственного экономического университета. – 2017. – № 3 (71). – С. 53–65.
9. Мецгер А. А. Стратегии управления активами инвестиционных фондов с точки зрения теории трансакционных издержек и корпоративного управления // Вестник Гуманитарного университета. – 2017. – № 4 (19). – С. 6–15.
10. Одинцова М. И. Институциональная экономика. – М. : ГУ-ВШЭ, 2007. – 386 с.
11. Олейник А. Н. Институциональная экономика : учеб. пособие. – М. : ИНФРА-М, 2002. – 416 с.
12. Попов Е. В., Ерш Е. В. Институты управления оппортунизмом работников производственных предприятий // Вестник УрФУ. Сер. : Экономика и управление. – 2015. – Т. 14, № 4. – С. 518–535.
13. Попов Е. В. Эволюция институтов миниэкономики. – М. : Наука, 2007. – 542 с.
14. Харченко Л. П. Классификация механизмов, обеспечивающих функционирование и развитие инвестиционных фондов в России // Проблемы современной экономики. – 2011. – № 3 (39).
15. Чашин В. В. Управление эндогенным оппортунизмом с точки зрения возможностей маркетинга персонала // Вестник Уральского института фондового рынка. – 2011. – № 6, 7 (10, 11). – С. 75–96.
16. Шаститко А. Е. Новая теория фирмы. – М. : ТЕИС, 1996. – 134 с.

---

<sup>6</sup> В практике управления используются два вида вознаграждения: постоянная комиссия за управление, как процент от объема средств управления (*management fee*) и процент от фактического результата (*success fee*).

17. Экономика инвестиционных фондов : монография / А. Е. Абрамов, К. С. Акшенцева, М. И. Чернова и др. ; под общ. ред. А. Д. Радыгина. – М. : ИД «Дело» РАНХиГС, 2015. – 720 с.
18. Kaiser D. G. Hedgefonds: Entmystifizierung einer Anlagekategorie. – Springer-Verlag, 2. Auflage. – 2009. – 336 S.
19. In Deutschland stecken jetzt 3 Billionen Euro in Fonds // Frankfurter allgemeine Zeitung. – URL: <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/finanzmarkt/in-deutschland-stecken-jetzt-3-billionen-euro-in-fonds-15434082.html>
20. Kommer G. Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs: Wie Privatanleger das Spiel gegen die Finanzbranche gewinnen. – Campus Verlag GmbH. – URL: [http://www.campus.de/buecher-campus-verlag/finanzen/geld-bank-boerse/souveraen\\_investieren\\_mit\\_indexfonds\\_und\\_etfs-9976.html](http://www.campus.de/buecher-campus-verlag/finanzen/geld-bank-boerse/souveraen_investieren_mit_indexfonds_und_etfs-9976.html)
21. Kurniawan M., How J., Verhoeven P. Fund governance and style drift // Pacific-Basin Finance Journal. – 2016. – December – Vol. 40, Part A. – P. 59–72. – URL: <http://eprints.qut.edu.au/98838/>
22. Ritzau M. Die große Fondslüge. Falsch beraten von Finanztest, Sparkasse, Banken und Co. – Tectum Verlag Marburg, 2016.
23. Cumming D., Fleming G., Schwienbacher A. Style Drift in Private Equity // Journal of Business Finance & Accounting. – 2009. – Vol. 36, issue 5–6. – P. 645–678.

**Alexander Al'bertovich Metzger,**

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

**Typification of Opportunism of Investment Funds Management Companies**

The methodological aspects of the opportunism manifestation of investment fund management companies are considered as a special case of the interaction between agents (fund managers) and principals (fund investors). The system-forming factors that allow to formulate the optimal strategy of fund's asset management in the interests of its investors are signed out: 1) for funds intended for unqualified investors – passive asset management strategy of wide assets diversification in efficient markets, 2) for funds intended for qualified investors – active assets management strategy in markets with a low level of information efficiency. Within a framework of this goal-setting system, opportunism of management companies can be presented as one of the variants of distortion of optimal investment fund management strategies at which the management company is procuring the same or even increased level of profit by the worsening of investors' situation. For funds of wide diversification in efficient markets, this distortion becomes the transition to an active asset management strategy and/or transition to a market with lower information efficiency (unjustified risk increase). For funds of qualified investors, on the contrary, the distortion of optimal strategy is manifested in a decrease in the activity of operations and/or transition to operations in efficient markets (unjustified risk reduction). In all these cases, the opportunism of investment fund management is a manifestation of “moral hazard” and redistribution of residual income on the basis of information asymmetry. The proposed typification of forms of manifestation of opportunism allows to systematize existing practices of reducing agency costs in investment funds and to formulate directions for their improvement and to apply them more effectively in specific conditions.

**Key words:** Investment fund; Management Company; market efficiency; investment fund strategy; passive management; active management; benchmark; index investment; index fund; Exchange Traded Fund (ETF); managers; investors; agency problem; opportunism of managers; management company remuneration; corporate governance; moral hazard; qualified investors; unqualified investors.