

## ЭКОНОМИКА | ECONOMICS

УДК 330.322

doi:10.35853/vestnik.gu.2026.14-1.01

5.2.3.

### Отрицательная синергия выбора: эффективный рынок и активная стратегия в портфелях неквалифицированных инвесторов

Александр Альбертович Мецгер<sup>1</sup>, Пантелеимон Владимирович Филиппов<sup>2</sup>

<sup>1</sup>ЗАО «Управляющая компания»; АНО ВО «Гуманитарный университет»,  
Екатеринбург, Россия

<sup>2</sup>АО Инновационный фонд «Аз-Капитал»; ФГБОУ ВО «Уральский государственный  
экономический университет», Екатеринбург, Россия

**Аннотация.** В статье исследуется феномен «ловушки эффективного рынка», возникающий в инвестиционном поведении неквалифицированных инвесторов при одновременном выборе эффективного рынка и активной стратегии управления. Показано, что действующее регулирование рынка ценных бумаг в Российской Федерации институционально подталкивает неквалифицированных инвесторов к сегментам организованных, ликвидных и информационно насыщенных рынков, тем самым правильно решая первую инвестиционную дилемму (выбор типа рынка) в пользу более эффективных рыночных структур. Вместе с тем регуляторное поле практически не дифференцирует инвестиционные стратегии, применяемые на этих рынках, что оставляет вторую дилемму (выбор между активным и пассивным управлением) полностью на усмотрение инвестора или доверительного управляющего. В этих условиях формируются когнитивные искажения, способствующие выбору активной стратегии, что в значительной мере поддерживается и индустрией доверительных управляющих. При этом на эффективных рынках активное управление в большинстве случаев не обеспечивает устойчивой избыточной доходности после учета издержек, а высокая комиссия за управление выступает систематическим фактором отставания от рыночных бенчмарков. В результате формируется отрицательная синергия инвестиционных решений – устойчивое снижение ожидаемой доходности для неквалифицированных инвесторов. В статье предложен авторский подход к интерпретации указанного феномена как институционально и поведенчески обусловленной ловушки, а также сформулированы практические рекомендации для регуляторов и частных инвесторов.

**Ключевые слова:** стратегия инвестирования, активная и пассивная стратегия, неквалифицированные и квалифицированные инвесторы, эффективный и неэффективный рынок, инвестиционные фонды, поведенческие финансы, когнитивные искажения, информационная асимметрия

**Для цитирования:** Мецгер А. А., Филиппов П. В. Отрицательная синергия выбора: эффективный рынок и активная стратегия в портфелях неквалифицированных инвесторов // Вестник Гуманитарного университета. 2026. Т. 14, № 1. С. 7–19. DOI 10.35853/vestnik.gu.2026.14-1.01.

## **Negative Synergy of Choice: Efficient Markets and Active Strategies in Non-Qualified Investors' Portfolios**

**Alexander A. Metzger<sup>1</sup>, Panteleimon V. Filippov<sup>2</sup>**

<sup>1</sup>CJSC “Managing company”; Liberal Arts University – University for Humanities, Yekaterinburg, Russia

<sup>2</sup>JSC IF “Az-Capital”; Ural State University of Economics, Yekaterinburg, Russia

**Abstract.** The article examines the “efficient market trap” phenomenon that arises in the investment behavior of non-qualified investors when they simultaneously choose an efficient market and an active management strategy. It is shown that the current regulation of the securities market in the Russian Federation institutionally nudges non-qualified investors toward segments of organized, liquid, and information-rich markets, thereby correctly resolving the first investment dilemma (the choice of market type) in favor of more efficient market structures. At the same time, the regulatory framework scarcely differentiates the investment strategies applied in these markets, leaving the second dilemma (the choice between active and passive management) entirely at the discretion of the investor or the discretionary manager. Under these conditions, cognitive biases emerge that foster the choice of an active strategy, a tendency that is also substantially supported by the discretionary management industry. However, in the context of efficient markets, proactive management strategies often fail to generate consistent and superior returns after factoring in expenses, with high management fees serving as a consistent source of underperformance compared to market benchmarks. As a result, a negative synergy of investment decisions is formed – a persistent decrease in expected returns for non-qualified investors. The article proposes the authors’ approach to interpreting this phenomenon as an institutionally and behaviorally driven trap and formulates practical recommendations for regulators and private investors.

**Keywords:** investment strategy, active and passive strategy, non-qualified and qualified investors, efficient and inefficient market, investment funds, behavioral finance, cognitive biases, information asymmetry

**For citation:** Metzger AA, Filippov PV. Negative Synergy of Choice: Efficient Markets and Active Strategies in Non-Qualified Investors' Portfolios. *Vestnik Gumanitarnogo universiteta = Bulletin of Liberal Arts University. 2026;14(1):7-19.* (In Russ.). DOI:10.35853/vestnik.gu.2026.14-1.01.

### **Введение**

В основе гипотезы эффективного рынка (ГЭР) лежит утверждение: цены активов полностью отражают доступную информацию, из-за чего систематически «обогреть рынок» практически невозможно (см.: [Fama 1970]). Несмотря на это, многие управляющие активами и инвесторы продолжают стремиться к сверхдоходности на подобных рынках через активное управление – подбор ценных бумаг и рыночное прогнозирование. В этом случае возникает отрицательный феномен: в условиях эффективного рынка попытки получить доход выше индекса часто обречены на провал, особенно с учетом издержек – средства инвесторов поглощаются активными стратегиями и комиссиями, тогда как результат не превосходит рынок в большинстве случаев.

В данной статье предпринимается попытка проанализировать конфликт между гипотезой эффективного рынка и индустрией активного управления, оценить актуальность данного конфликта для современных российских условий и на основе обобщения зарубежного и российского опыта решения данной проблемы предложить рекомендации для регуляторов и инвесторов.

Прежде всего остановимся на самой дихотомии активный-пассивный подход к управлению активами.

**Пассивный подход** предполагает инвестирование в широко диверсифицированный рыночный портфель (например, через индексный фонд) с минимальными издержками. Цель пассивного инвестора заключается в получении рыночной доходности при

избегании лишних комиссий и ошибок тайминга. Достоинство этого подхода – гарантированное соответствие рыночному результату (т. е. среднему по группе активных участников) и низкие расходы. Как отмечал У. Шарп [Sharpe 1991], в любой период суммарная доходность всех инвесторов равна доходности рынка, поэтому средний активный инвестор (до издержек) покажет тот же результат, что и индекс, а после издержек – ниже. Пассивный же инвестор по определению получает рынок за вычетом незначительных расходов, тем самым обгоняя большинство активно управляемых портфелей. Д. Богл и другие идеологи индексного инвестирования ссылались на эту логику в поддержку пассивных стратегий [Богл 2013; Богл 2014]. Более того, конкуренция провайдеров привела к тому, что комиссии индексных фондов стали крайне низкими, вплоть до 0 % у некоторых продуктов, усиливая преимущество пассивного подхода. Недостатком пассивного инвестирования считается невозможность получить доходность выше средней по рынку. Индексный фонд никогда не опередит индекс (до вычета расходов), а лишь повторит его динамику. Кроме того, пассивный инвестор обречен терпеть просадки рынка – например, стоимость индексного портфеля акций упадет вместе с рынком в кризис, тогда как теоретически искусный активный менеджер мог бы реализовать активы перед падением. Однако, как показывают данные, очень немногие способны успешно предсказывать рыночные развороты. В целом, пассивная стратегия ориентируется на долгосрочный рыночный рост и подходит тем инвесторам, которые не стремятся «всех обогнать», а желают достичь своих финансовых целей.

**Активный подход** противопоставлен пассивному: управляющий пытается сформировать портфель лучше рынка за счет анализа и рыночных прогнозов. Существует множество подвидов активных стратегий – от фундаментального стоимостного отбора акций (*value investing*) до краткосрочного трейдинга и арбитража на диспропорциях. Преимущество активного подхода очевидно: в случае успеха инвестор получает избыточную доходность (альфу) сверх бенчмарка. Например, фонды, сделавшие правильные ставки, могут значительно обыграть индекс в отдельные годы. Активное управление также позволяет гибко учитывать индивидуальные ограничения, управлять рисками (например, хеджировать определенные факторы) и потенциально избегать рыночных «пузырей». Сторонники активного подхода указывают на рыночное несовершенство: их тезис заключается в существовании рыночных аномалий – систематических отклонений от эффективности, которые можно использовать. Так были выявлены факторы размерности, стоимости, момента и др., дающие премию к рынку. Однако по мере обнаружения такие аномалии становятся общеизвестными факторами и их преимущество сокращается, фактически превращаясь в пассивное факторное инвестирование. В совокупности рост количества игроков и информационных технологий резко повысил конкуренцию: как образно отмечают исследователи, «альфа превратилась в бета». Многие из того, что считалось навыком менеджера, объясняется просто экспозицией к систематическим факторам риска. Таким образом, активный подход столкнулся с деградацией собственных преимуществ.

### Материалы и методы

Накопленный обширный эмпирический материал по развитым эффективным рынкам демонстрирует систематические неудачи фондов с активной стратегией. Еще в 1960-х годах М. Дженсен обнаружил, что в среднем управляющие взаимными фондами не могут достоверно превзойти рыночные бенчмарки после поправки на риск [Jensen 1967]. Впоследствии У. Шарп доказал и формализовал, что до вычета всех издержек средний инвестор с одного доллара в активном управлении зарабатывает ровно столько же, сколько и в пассивном, а после вычета комиссий – меньше [Sharpe 1991]. Говоря иначе, активное управление является игрой с нулевой суммой до учета расходов и с отрицательной суммой после них. По мнению Ч. Эллиса, активный менеджмент является «игрой проигравших», где шансы победить настолько малы, что рациональнее вообще не принимать участие в этой игре [Ellis 1975]. Действительно, по

его же оценкам, лишь ~20 % фондов тогда показывали положительную альфу, а после уплаты налогов доля успешных игроков стала еще меньше. В последние десятилетия конкуренция и профессионализация рынка еще более снизили долю успешных управляющих: по новейшим данным, стабильно обыгрывать рынок удается менее чем 2 % фондов. Остальные 98 % фактически проигрывают индексам. Эта удручающая статистика носит не временный, а структурный характер.

В российской действительности проблема «активного управления» на «эффективном рынке» является особо острой. По последним данным, индексные (пассивные) фонды занимают по-прежнему относительно небольшую долю в российском фонде коллективных инвестиций. По оценке Лаборатории исследований рынка инвестиций (ЛИРИ) УК «Альфа-Капитал», на начало июня 2025 года число индексных фондов на российском рынке достигло 45 (включая биржевые фонды, ориентированные на индексы Московской биржи и др.), а их суммарные чистые активы – около 663 млрд руб. (см.: [Абрамов, Чернова, Зарецкая 2025]). Это составляет порядка 24 % от активов всех открытых фондов для розничных (неквалифицированных) инвесторов (см.: [Там же]). Для сравнения, в глобальном масштабе индексные стратегии уже охватили крупную часть рынка: по данным ICI, по итогам апреля 2025 года совокупные активы индексных фондов США приблизились к \$19 трлн, что составляет свыше 51,1 % от всего рынка регулируемых паевых фондов (см.: [Release: Active and Index Investing ... 2026]).

Важной частью исследований являлось выявление закономерностей в результатах активных фондов. Ключевым выводом зарубежных работ является практическое отсутствие навыка у большинства управляющих. Так, в работе [Fama, French 2010] показано, что после поправки на случайность доля фондов с истинно положительной альфой статистически не отличается от нуля. Схожий вывод делается и в работе [Carhart 1997], при этом отмечается связь повторяющихся успехов отдельных фондов либо с фактором момента, либо с низкими расходами, а не с уникальным талантом менеджеров. Позднее были разработаны методы оценки «удача против умения», получившие дальнейшее развитие в исследованиях 2020-х годов, где особое внимание уделяется корректности статистических выводов о наличии альфы в большой кросс-секции фондов (см.: [Harvey, Liu 2021; Cuthbertson, Nitzsche, O'Sullivan 2022; Huang, Jiang, Leng, Peng 2023]). Проводились аналогичные исследования и для российских условий (см.: [Аршакян, Мироненкова 2023]). Как свидетельствуют полученные результаты, активные стратегии не генерируют устойчивых превышений бенчмарков после учета характеристик портфеля и издержек. Другими словами, активное управление – это игра с отрицательным математическим ожиданием, где выигрыш относительно рынка маловероятен.

Стоит остановиться еще на одном аспекте исследований активного инвестиционного поведения, а именно на изучении влияния прошлых результатов на поведение как рядовых инвесторов, так и управляющих фондами. На развитых рынках задокументирован эффект «гонки за лидерами», заключающийся в склонности инвесторов вкладывать деньги в фонды, недавно показавшие высокую доходность, и изымать из отстающих, – один из вариантов «активного» управления портфелем активов.

В своих попытках инвестировать в лидеров рынка последних двух-трех лет и выходить из инвестиций в аутсайдеров инвесторы все время остаются в системном проигрыше. Дело в том, что лидеры и аутсайдеры среди управляющих фондами все время меняются – лидерство конкретной управляющей компании на рынке редко превышает один-два года. Этот достаточно очевидный, но с трудом воспринимаемый эффект подтверждается, например, в исследовании [Friesen, Sapp 2007]. В работе показано, что в период 1991–2004 гг. средняя доходность инвесторов американских фондов акций составила 6,1 % годовых при средней доходности самих фондов за этот же период 7,7 % годовых. Интересно отметить, что рыночная доходность за указанные годы составила 12,3 % годовых [Там же]!

Таким образом, кажущаяся рациональность инвестиций в лидеров рынка не только не обеспечивает повышения итоговой доходности инвесторов, но и демонстрирует результат ниже среднего по рынку. В работе [Ritzau 2016] приводятся следующие данные по «стабильности» результатов лидеров рынка среди управляющих фондами: на второй год позицию в числе лучших фондов сохраняет лишь чуть более четверти исходных лидеров, сохранение лидерских позиций в течение трех лет доступно лишь 4,1 первоначальных лидеров и т. д. В течение четырех лет стабильное лидерство смогли сохранить лишь 0,3 % от числа первоначальных лидеров.

Приведенные данные отражают общее правило – прошлые результаты влияют на притоки/оттоки капитала, но не гарантируют будущего успеха фондов. Скорее, инвесторы, постоянно перемещающие капитал в недавних победителей, рискуют купить на пике и понести убытки, что является одной из граней ловушки эффективного рынка.

Анализ российского рынка также подтверждает наличие такого поведения инвесторов, но может быть даже в более «концентрированной» форме. Банк России фиксирует, что притоки розничных инвесторов нередко фокусируются в единичных продуктах, которые воспринимаются как недавние «победители» или как наиболее понятные бенефициары текущей рыночной конъюнктуры. Так, в III квартале 2025 года совокупный нетто-приток в розничные фонды (ОПИФ и БПИФ) составил 400,1 млрд руб., при этом более трети нетто-притока в ОПИФ пришлось на один фонд; аналогично, почти половина чистого притока в ИПИФ была обеспечена одним фондом<sup>1</sup>. Внутри самих «массовых» сегментов динамика носит характер типичной смены предпочтений под влиянием недавних доходностей: после рекордного IV квартала 2024 года, когда нетто-приток в БПИФ достиг 457 млрд руб. (в том числе в фонды денежного рынка – 351 млрд руб.)<sup>2</sup>. Уже в I квартале 2025 года произошел разворот – нетто-приток в БПИФ стал отрицательным (-8 млрд руб.), а в феврале чистый отток из БПИФ наблюдался единственный раз внутри квартала и составил -37,3 млрд руб., несмотря на высокую доходность денежного рынка<sup>3</sup>. Это означает, что рядовые пайщики ориентируются на прошлую доходность и «простые» нарративы (например, «денежный рынок дает высокий процент», «акции растут») как на ключевой критерий перераспределения капитала. С одной стороны, такая стратегия понятна: инвестор надеется, что «победитель» продолжит побеждать. С другой стороны, она опасна: в эмпирических работах 2020-х годов показано, что спрос инвесторов систематически смещается к фондам с «привлекательным» профилем недавних результатов, что усиливает процикличность притоков/оттоков и создает условия для покупки «на пике внимания» (см.: [Gu, Yoo 2021]). Для российской выборки дополнительно показательно, что попытки «догонять» рынок через переключение между фондами приводят к измеримому проигрышу среднего пайщика – негативный эффект ретроспективы и рыночного тайминга выражается в том, что доходность инвестора в открытых фондах акций в среднем ниже доходности самого фонда примерно на 0,87 п.п. в год (аналогично – 0,29 п.п. для открытых фондов облигаций) (см.: [Абрамов, Чернова, Зарецкая 2025]). Другими словами, «активное» поведение пайщика ухудшает результат относительно «пассивного удержания» паев. Как мы видим, поведение российских инвесторов в целом не отличается от аналогичного проциклического поведения их коллег на зарубежных рынках и с тем же отрицательным результатом.

<sup>1</sup> См.: Обзор ключевых показателей управляющих компаний за III квартал 2025 года : информационно-аналитический материал / Банк России. М., 2025. 26 с. URL: [https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/59449/review\\_uk\\_25Q3.pdf](https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/59449/review_uk_25Q3.pdf) (дата обращения: 27.01.2026).

<sup>2</sup> См.: Обзор ключевых показателей управляющих компаний № 4: IV квартал 2024 года : информационно-аналитический материал / Банк России. М., 2025. 25 с. URL: [https://cbr.ru/Collection/Collection/File/55183/review\\_uk\\_24Q4.pdf](https://cbr.ru/Collection/Collection/File/55183/review_uk_24Q4.pdf) (дата обращения: 27.01.2026).

<sup>3</sup> См.: Обзор ключевых показателей управляющих компаний № 1: I квартал 2025 года : информационно-аналитический материал / Банк России. М., 2025. 20 с. URL: [https://cbr.ru/Collection/Collection/File/55935/review\\_uk\\_25Q1.pdf](https://cbr.ru/Collection/Collection/File/55935/review_uk_25Q1.pdf) (дата обращения: 27.01.2026).

Как отмечалось ранее, издержки являются слабой стороной активных инвестиций. В зарубежных работах показано, что низкие комиссии статистически связаны с более высокой будущей доходностью фонда относительно конкурентов. Причина стандартна: чем меньше сборы управляющей компании, тем большая часть брутто-доходности распределяется среди инвесторов. В российской индустрии ПИФов тема расходов также обратила на себя внимание исследователей. Например, в работе [Абрамов, Акшенцева 2014] проанализировано 709 открытых и интервальных ПИФов за 2007–2012 гг. и выявлено, что динамика избыточной доходности фондов, баланса продаж (притоков/оттоков) и вознаграждения управляющих в целом соответствует закономерностям, отмеченным в зарубежной литературе. Например, вознаграждения управляющей компании, как правило, отрицательно коррелируют с чистой доходностью для пайщиков: высокие комиссии забирают часть результата. Также российские фонды продемонстрировали эффект экономии от масштаба: увеличение размера фонда часто приводило к снижению удельных издержек и несколько более стабильной доходности. Однако в среднем по выборке после уплаты всех сборов избыточная доходность ПИФов была близка к нулю либо отрицательна. Дополнительно, результаты эмпирических исследований 2020-х годов подтверждают, что группировка фондов по уровню расходов (квинтили/децили комиссий) обладает прогностической ценностью: более низкие комиссии связаны с более высокой вероятностью будущего превосходства над более дорогими конкурентами при сопоставимых стратегиях (см.: [Nguyen 2024]). Таким образом, выводы российских исследований совпадают с международными: комиссионные издержки являются одним из решающих факторов, препятствующим активным фондам обыгрывать рынок на длительной дистанции.

Существует еще один важный аспект – нечестные практики некоторых управляющих компаний, усугубляющие «ловушку» для инвесторов. Поскольку привлечение средств в новый фонд имеет сложности ввиду отсутствия истории, небольшие управляющие компании порой идут на манипуляции с доходностью при старте деятельности. В практике известна схема «рисования доходности» для привлечения пайщиков. Управляющая компания запускает открытый ПИФ с минимальным капиталом (например, регуляторный минимум в 10 млн руб.). Затем аффилированные структуры совершают сделки через биржу с малоликвидными акциями: сначала покупают их по одной цене, потом перепродают друг другу же значительно дороже, разгоня котировки. За несколько месяцев искусственно формируется высокая доходность фонда, при этом на это тратится относительно небольшая сумма. Формально все легально: согласно регламенту, доходность ПИФ официально публикуется только спустя шесть месяцев после формирования фонда, и к тому времени манипуляция уже произведена. Хотя Положение о составе и структуре активов ПИФов [Указание Банка России ... 2016] запрещает открытым фондам покупать бумаги без биржевых котировок, выполнить это несложно. Достаточно, чтобы у акции было хотя бы десять сделок за десять дней на ~500 тыс. руб. суммарно, и котировка считается признанной. Рынок акций в России является крайне неоднородным: на топ-10 «голубых фишек» приходится более 90 % оборота, остальные бумаги малоликвидны<sup>4</sup>. Найти актив с пустым стаканом несложно, а немного «погоняв» цену сделки между своими, управляющая компания создает видимость превосходной доходности. Неопытные инвесторы, увидев в рейтинге новый фонд со значительным ростом, вкладывают деньги, не подозревая, что это результат разовой манипуляции. Когда реальные средства поступают и фиктивная поддержка цен прекращается, стоимость паев начинает падать. «Нарисованная» доходность исчезает, а пайщики несут убытки. В выигрыше остается только управляющая компания, которая получила приток капитала и зарабатывает свой процент от стоимости чистых активов независимо от дальнейшей посредственной динамики актива. Подобные схемы, к счастью, ограничены по масштабу, так как их трудно реализовать на крупных объе-

<sup>4</sup> Лидеры по обороту акций (Московская биржа) // Investfunds : сайт. URL: <https://investfunds.ru/stocks-leaders/turnover/> (дата обращения: 27.01.2026).

мах, но сам факт их наличия подчеркивает риск для неквалифицированных инвесторов. Это своего рода ловушка: красивые исторические цифры могут оказаться иллюзией, а реальные результаты разочаровать, тогда как управляющая компания получит свое вознаграждение в любом случае. Регулятор пытается противодействовать злоупотреблениям: помимо упомянутого ограничения на неликвидные бумаги, устанавливаются жесткие нормативы диверсификации активов ПИФ (не более определенного процента в одного эмитента, ограничение на внебиржевые сделки и пр.). Тем не менее полностью исключить возможности для злоупотреблений трудно, особенно когда сами пайщики мало информированы.

Таким образом, можно уверенно формулировать следующий вывод относительно степени эффективности рынка и стратегии управления активами на нем. Только пассивные и в первую очередь индексные стратегии инвестирования в наибольшей степени отвечают интересам инвесторов (в первую очередь неквалифицированных) при работе на эффективном рынке (см.: [Аршакаян, Мироненкова 2023]). Отталкиваясь от этого достаточно аргументированного вывода, можно перейти к оценке соответствия ему современных российских реалий.

### Результаты и обсуждение

Существующее в Российской Федерации законодательство об инвестиционной деятельности институционализирует первый этап выбора неквалифицированного инвестора – **выбор типа рынка**. Так, положения Федерального закона № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», а также подзаконные акты Банка России прямо или косвенно определяют перечень финансовых инструментов, доступных неквалифицированным инвесторам. Определение перечня исходит из требований к прозрачности ценообразования, ликвидности и организованности торговли. Допустимые неквалифицированным инвесторам инструменты чаще всего торгуются на организованных рынках, имеют публично доступные котировки, высокую ликвидность и стандартизированное раскрытие информации. Все эти требования в совокупности объективно подталкивают неквалифицированного инвестора к сегментам рынка, наиболее близким к эффективным с наименьшей информационной асимметрией. На данных рынках возможности систематического получения избыточной доходности ограничены конкурентной средой. Иными словами, регулятор включается в систему защиты инвесторов, делая ставку на неявное, но рационально обоснованное экономическое предположение: снижение рыночных и информационных рисков возможно за счет ориентации на развитые и эффективные рынки.

Однако регулирование практически не затрагивает второй, не менее значимый уровень инвестиционного выбора – **выбор стратегии инвестирования** (проведения операций) на выбранном рынке. При формальном соответствии активов нормативным требованиям, неквалифицированный инвестор имеет право инвестировать как через пассивные, так и через активно управляемые фонды, несмотря на принципиально различную экономическую природу этих стратегий. В результате возникает институциональный разрыв: регулятор последовательно ограничивает доступ неквалифицированных инвесторов к неэффективным и слабоорганизованным рынкам, но не ограничивает и не дифференцирует стратегии, используемые на эффективных рынках. Это создает предпосылки для отрицательной синергии поведенческого и регуляторного выбора. С одной стороны, инвестор направляется в среду, где альфа структурно редка, а с другой –

- ему предлагаются или
- он сам выбирает

активные стратегии, предполагающие повышенную плату за попытку ее извлечения.

В первом случае мы имеем дело с определенным лукавством профессиональных управляющих, понимающих свою выгоду от предложения дорогого, но красиво оформленного «активного варианта управления». В условиях асимметричного распределения информации между управляющим и инвестором активное управление при про-

даже проще преподнести обещаниями («мы найдем лучшие бумаги», «мы уберем в падении»), тогда как пассивная стратегия вынужденно опирается на более сложное для понимания утверждение о неизбежности среднего результата в долгосрочном периоде и значении издержек. В результате комиссия за управление и сопутствующие расходы перестают восприниматься как ключевой параметр выбора и рассматриваются как «плата за качество», хотя на самом деле эта плата является структурным вычетом из сложного процента. Именно поэтому для неквалифицированного инвестора размер вознаграждения фонда может рассматриваться как практический прокси-индикатор степени активности и, следовательно, вероятности отставания от бенчмарка после издержек.

Во втором случае, т. е. при собственном выборе стратегии, инвестор, руководствуясь поведенческими искажениями и логикой «профессионального управления», сам и без особых раздумий выбирает ее активный вариант, соответствующий фонд или стратегию индивидуального доверительного управления. К числу наиболее значимых когнитивных искажений можно отнести следующие.

- **Эвристика представительности.** «Профессионал» в повседневных областях действительно часто обеспечивает превосходство над непрофессионалом. Инвестор же переносит этот опыт на финансовый рынок, при этом игнорируя факт, что на эффективном рынке профессионалы, как правило, конкурируют друг с другом, а средний результат активного сегмента до издержек равен рыночному.

- **Предпочтение действия (*action bias*).** Пассивная стратегия воспринимается как отсутствие действий, тогда как активная выглядит привлекательным управляемым процессом, позволяющим снизить тревожность через ощущение контроля. Можно сюда добавить и базовые представления (в том числе на уровне поговорок), которые формируют однозначно позитивную коннотацию категории «активность», противопоставляемую категории «пассивность».

- **Игнорирование частоты успеха активных фондов.** Неквалифицированные инвесторы систематически игнорируют частоту успеха активных фондов на длительных горизонтах. Объективные факты заменяются на «витринные» примеры успеха и нарративы о «звездных управляющих». На уровне выбора продукта это дополняется еще и «ошибкой выживших». На рынке систематически демонстрируются победители, в то время как общее распределение результатов и судьба закрытых фондов остаются вне внимания.

Исследования состава и поведения российских розничных инвесторов в современных условиях позволяют уверенно говорить о преобладании «активного», и даже «агрессивного», поведения у их значительной части (см.: [Коновалова, Жиронкин, Сагдеев 2024]). Природа этой активности обусловлена во многом низким уровнем финансовой грамотности, что проявляется, с одной стороны, в иррациональности и хаотичности поведения «толпы» (чрезмерное доверие слухам, опора на доступную, но не верифицированную информацию) (см.: [Кириленко 2017]). С другой стороны, низкая финансовая грамотность проявляется через избыточную самоуверенность части российских розничных инвесторов. В первую очередь это характерно для молодых людей, хорошо владеющих цифровыми технологиями, имеющих высшее образование или обучающихся в вузе, но, как показывают результаты их инвестирования, не обладающих достаточным опытом в проведении фондовых операций и при этом считающих себя компетентными в вопросах управления капиталом. Для данной категории инвесторов в наибольшей степени характерен парадокс, когда фондовая индустрия смогла быстро повысить качество и доступность финансовых сервисов, но не предусмотрела эффективных механизмов подготовки инвесторов к принятию решений и к выбору антикризисных продуктов, позволяющих новым инвесторам получить опыт работы в условиях высокой волатильности рынка (см.: [Шамхалова 2023]).

В итоге реализуется активная стратегия инвестирования, хотя на эффективном рынке, как правило, именно она максимизирует издержки при минимальных шансах на устойчивую избыточную доходность.

Все сказанное выше не означает негативного отношения авторов к самой идее активного инвестирования. Более того, авторы считают, что в определенных условиях именно активный вариант инвестирования безусловно предпочтительнее своей пассивной альтернативы. Диалектичная связь характера рынка и варианта стратегии инвестирования, приведенные выше аргументы в пользу пассивной стратегии на эффективных рынках – все это логично указывает на характер этих условий – рынки с устойчивыми неэффективностями (рынок инновационных и венчурных инвестиций, отчасти рынок недвижимости и т. д.).

Более того, надо признать, что полный отказ от активного инвестирования на эффективных рынках ведет к парадоксу Гроссмана – Стиглица, что нереально и нежелательно. Напротив, их использование сохраняет эффективность рынков, обеспечивая ценовое равновесие, ликвидность и инновации в управлении. Однако, вводя третью переменную, а именно квалификацию инвесторов, следует еще раз подчеркнуть, что активные стратегии на любом рынке – это удел исключительно квалифицированных инвесторов.

Отталкиваясь от данного уточнения, можно перейти к практическим рекомендациям, которые, по мнению авторов, в определенной степени могут способствовать повышению эффективности и защищенности именно неквалифицированных инвесторов.

**Разграничение финансовых продуктов для неквалифицированных инвесторов по стратегиям.** Нормативные акты уже разделили инвесторов на квалифицированных и неквалифицированных, ограничивая доступ последних к сложным и рискованным продуктам, таким как деривативы и маржинальные сделки. Однако в настоящий момент инвестиционные фонды не имеют четкой классификации по природе стратегии. Рассмотрим, например, биржевой индексный фонд и фонд рыночных финансовых инструментов, которые одинаково доступны для неквалифицированного инвестора. Однако если в первом случае (индексный фонд) мы имеем дело с однозначной пассивной стратегией, то во втором случае (рыночных инструментов) менеджеры фонда имеют возможность и скорее всего реализуют активную стратегию управления портфелем активов.

По мнению авторов, регулятору при разработке нормативов (таких как ограничения Указания № 4129-У по активам фондов или новые правила тестирования инвесторов) необходимо учитывать, является ли стратегия фонда пассивной или активной. Например, биржевые фонды, следующие за широко диверсифицированным индексом, можно считать более простым и надежным инструментом для неквалифицированных инвесторов, чье участие в этом случае можно допускать с минимальными ограничениями. Напротив, фонды с активным управлением, особенно с узкими стратегиями (отрасли, страны, тематические фонды), следует относить к продуктам повышенного риска, требующим от инвестора большего понимания. Это должно означать прямой запрет, а скорее необходимость дополнительных предупреждений и информирования. Аналогично тому, как сейчас проводится тестирование неквалифицированных инвесторов перед покупкой сложных инструментов, можно внедрить короткий тест при покупке активного ПИФа. Тест должен определить: осознает ли инвестор, что фонд пытается превзойти рынок, что успех не гарантирован, а расходы выше, чем у индексных фондов? Это повысит осведомленность и снизит вероятность импульсивных вложений в популярные активные фонды без понимания рисков.

**Повышение прозрачности и отчетности о стратегии и расходах фонда.** В документах инвестиционного фонда (правилах, условиях управления) нужно четко и доступно указывать, к какому типу относится инвестиционная стратегия – активному или пассивному, каков целевой бенчмарк и какой процент доходности уходит на комиссии. Полезно обязать управляющие компании публиковать сравнение результатов фонда

с индексным ориентиром после вычета всех комиссий. В настоящее время многие управляющие в рекламных материалах демонстрируют свои результаты, сравнивая их с индексом «до комиссий», либо выбирают удобный бенчмарк, что вводит в заблуждение потенциального инвестора. Регулирующий орган мог бы сделать стандартным раскрытие информации: например, в ключевом информационном документе для ПИФ показывать график доходности фонда в сравнении с соответствующим широким индексом с учетом всех издержек. Тогда инвесторам сразу будет видно, есть ли добавленная стоимость или нет. Также целесообразно раскрывать показатели активности фонда – коэффициент оборота портфеля, активную долю и др., чтобы инвестор понимал, за что платит. Отчасти это позволило бы сократить одну из форм проявления оппортунизма менеджеров фондов – *closet indexing* – высокий уровень вознаграждения управляющих, при фактически пассивном управлении (копировании индекса) (см.: [Мецгер 2018]). Раскрытие показателей активности фонда и сопоставление с комиссией быстро выявило бы таких псевдо-активных игроков и создало давление на снижение их комиссий либо честную маркировку как индексных. Зарубежные регуляторы уже обращают на это внимание. Банку России также стоит следить, не берут ли некоторые фонды плату за активность, фактически не отклоняясь от индекса более чем на несколько процентов.

**Учет стратегии в фидуциарных нормах и стандартах продажи.** Продажа финансовых продуктов неквалифицированным инвесторам должна сопровождаться соблюдением принципа наилучших интересов клиента. Здесь важно, чтобы брокеры/советники не злоупотребляли низкой квалификацией розничных клиентов, навязывая им дорогие активные продукты, когда есть более дешевые пассивные аналоги. Например, если неквалифицированный инвестор хочет вложиться в «российский рынок акций», ему могут предложить либо биржевой фонд на индекс Московской биржи с комиссией 0,5 %, либо фонд рыночных финансовых инструментов, инвестирующий в акции, торгуемые на той же бирже, но с комиссией 3 %. Очевидно, что первый вариант лучше соответствует интересам клиента (выше ожидаемая доходность из-за меньших издержек). Поэтому регулятор, как впрочем и саморегулируемые организации профессиональных участников (например, НАУФОР), могли бы внедрить норму: при консультировании розничных клиентов продавец обязан раскрыть наличие пассивного аналога с более низкой комиссией, если он существует для данного рынка. Это повысит конкуренцию и предотвратит ситуации, когда неквалифицированному инвестору продают активный фонд, хотя его цель могла быть достигнута инвестированием в индексный фонд.

### **Выводы**

В данной работе рассмотрена проблема «ловушки эффективного рынка», которая заключается в том, что при относительно эффективном ценообразовании активное управление активами чаще всего не приносит положительных результатов, при этом оно приводит к лишним расходам для инвесторов. Зарубежный, как впрочем и отечественный, опыт показывает, что подавляющее большинство фондов с активным управлением уступают своим индикативным индексам в долгосрочной перспективе. Основным фактором этого является высокая комиссия и издержки активного управления, которые снижают потенциальную альфу. За последние десятилетия доля фондов, стабильно обгоняющих бенчмарки, снизилась до нескольких процентов, а для розничного инвестора после комиссий и налогов шансы «победить рынок» практически равны нулю. Вместо этого рациональной стратегией становится пассивное инвестирование в индексные фонды, дающее гарантированный среднерыночный результат с минимальными расходами. Данное направление стало мейнстримом на зарубежных развитых рынках, является доминирующим для большинства, в том числе, рядовых инвесторов. Эта тенденция набирает силу и в современных российских условиях, хотя и сейчас не является общепринятой в среде неквалифицированных российских инвесторов. Придать дополнительное ускорение данному процессу – задача регулятора, саморегулируемых организаций профессиональных участников инвестиционного рынка, и в зна-

чительной мере решаемая через повышение инвестиционной культуры и финансовой грамотности рядовых инвесторов.

**Рекомендации для регуляторов и саморегулируемых организаций:**

1. Во время введения новых нормативов защиты розничных инвесторов учитывать тип инвестиционной стратегии продукта. Например, ввести дополнительные предупреждения для неквалифицированных инвесторов при покупке активных фондов, чья стратегия подразумевает высокий риск отклонения от рынка. Это тонкая настройка существующей системы категорий, в которой в фокусе находится не только класс актива, но и способ управления.

2. Усилить раскрытие информации. Обязать управляющие компании маркировать фонды как «активно управляемый» либо «пассивно управляемый» в клиентских материалах, а также показывать сравнение доходности с соответствующим широким индексом с учетом всех комиссий. Регулятор может утвердить стандарт, чтобы инвестор видел, сколько он потерял/получил бы, выбрав пассивный индекс на тот же рынок.

3. Рассмотреть ограничения на величину комиссии активных фондов, продаваемых неквалифицированным инвесторам, либо требовать раскрытия этой величины в явном виде на первой странице материалов. Если фонд берет значительную комиссию, он должен обоснованно доказывать, за что именно платит клиент.

4. Продолжить линию на повышение финансовой грамотности. Через курсы, памятки для инвесторов и официальные разъяснения доводить до населения мысль о том, что размер комиссии на управление фондом является важным индикатором. Повышенная комиссия сигнализирует о наличии активной инвестиционной стратегии, которая несет повышенный риск не оправдать себя.

**Рекомендации для неквалифицированных инвесторов:**

1. Для долгосрочных целей рассматривать инструменты пассивного инвестирования. В отсутствие уникальной информации или опыта вероятность лично или через выбранный фонд обыграть рынок крайне мала. При этом комиссии активных инвестиционных продуктов гарантированно снизят доходность. Поэтому для большинства частных лиц разумно инвестировать через индексные фонды/ETF на широкий рынок с низкими расходами. Как гласит правило, «не пытайтесь выбирать выигрышные акции – купите весь рынок».

2. Обратит внимание на комиссии за управление. Любая годовая комиссия выше ~1 % годовых должна вызывать вопрос «за что вы платите?» Исследования рынка однозначны: фонды с высокими комиссиями почти никогда не оправдывают их высокой доходностью. Комиссия может служить простым индикатором активности стратегии и связанных рисков. Например, ETF с расходами 0,2 % – скорее всего, пассивный индексный; ПИФ с комиссией 3 % – явно активный, и статистически его шансы на успех гораздо ниже.

3. Не преследовать историческую доходность. Доходность фонда в прошлом году – плохой предсказатель результатов текущего года. Не стоит вкладывать деньги только потому, что фонд был «№ 1 в прошлом квартале», – велика вероятность, что эта вершина была случайной. Вместо этого стоит оценить долгосрочные показатели (5–10 лет) и сравнить их с индексом. Если за пять лет фонд не обогнал индекс (а большинство не обгоняет), нет причин ждать, что он вдруг сделает это сейчас.

4. Сфокусироваться на диверсификации и не пытаться поймать оптимальный момент покупки/продажи актива. Ловушка эффективного рынка захлопывается чаще всего на тех, кто совершает лишние сделки – покупает и продает в попытке «поймать момент». Для неквалифицированного инвестора почти всегда выгоднее просто регулярно инвестировать фиксированные суммы в диверсифицированный портфель (например, индексный фонд) и держать, несмотря на колебания. Это одерживает победу и над излишней активностью, и над эмоциями. Нужно помнить, активное управление – игра, в которой шансы против вас, и лучший способ выиграть – не играть в нее, а выбрать выигрышную стратегию неигры, т. е. индексное инвестирование (см.: [Ellis 1975]).

В заключение важно отметить, что ловушка эффективного рынка актуальна не для тех, кто разбирается в принципах рынка, а для тех, кто ими пренебрегает. Рыночная эффективность обесценивает работу многих фондов, но в то же время предоставляет обычному инвестору шанс получить хорошую прибыль без усилий, просто инвестируя в индексный фонд. В этом нет противоречия, если рассматривать себя частью рынка, а не хитроумным обыгрывающим его игроком. Регулирующим органам необходимо донести эту идею до массового инвестора и защитить его от ситуаций, где обещание «побить рынок» оборачивается против него самого. Предлагаемые меры по учету типа стратегии при ограничении продуктов и информировании инвесторов направлены на создание более справедливой и рациональной среды, где активные стратегии применяются там, где действительно есть основания для успеха, а в остальных случаях инвесторы получают выгоды эффективного рынка через низкие издержки и широкую диверсификацию. Только так можно сделать эффективный рынок не ловушкой, а помощником частного инвестора.

### Список источников

- Абрамов А. Е., Чернова М. И., Зарецкая М. С. Внимание, гэп: с чем связан разрыв между доходностями фондов и их инвесторов : информационно-аналитический материал / Лаборатория исследований рынка инвестиций УК «Альфа-Капитал» ; Лаборатория анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС. М., 2025. 22 с. (Научный подход. Вып. № 7). URL: <https://119b9bc4-026f-4e83-aeaa-11ac8bd63e55.selstorage.ru/2025/other/pdf/nauchnyj-podhod-vypusk-7.pdf> (дата обращения: 27.01.2026).
- Абрамов А., Акшенцева К. Развитие взаимных фондов в России // Экономическая политика. 2014. № 1. С. 35–53. EDN RWPWLH.
- Аршакян Р. А., Мироненкова М. В. Анализ факторов, влияющих на избыточную доходность паевых инвестиционных фондов в России за 2015–2022 гг. // Финансы и управление. 2023. № 4. С. 33–47. DOI 10.25136/2409-7802.2023.4.41027.
- Богл Д. Инвесторы против спекулянтов: кто на самом деле управляет фондовым рынком : пер. с англ. М. : Манн, Иванов и Фербер, 2014. 361 с.
- Богл Д. Не верьте цифрам! : размышления о заблуждениях инвесторов, капитализме, «взаимных» фондах, индексном инвестировании, предпринимательстве, идеализме и героях / пер. с англ. И. Евстигнеева. М. : Альпина Паблишер, 2013. 544 с.
- Кириленко Ю. П. Воздействие информационной асимметрии на развитие финансового рынка // Проблемы управления финансами в государственном и корпоративном секторах экономики : материалы III Междунар. Конгресса молодых ученых по проблемам устойчивого развития, Москва, 10–31 мая 2017 года / Финансовый университет при Правительстве РФ. М. : Перо, 2017. С. 88–92. EDN YVBXDT.
- Коновалова М. Е., Жиронкин С. А., Сагдеев Р. Р. Особенности формирования инвестиционного портфеля розничных инвесторов // Вестник Ростовского государственного экономического университета (РИНХ). 2024. Т. 2, № 31. С. 115–130. DOI 10.54220/v.rsue.1991-0533.2024.14.49.013.
- Мецгер А. А. Типизация форм оппортунизма управляющих компаний инвестиционных фондов // Вестник Гуманитарного университета. 2018. № 1 (20). С. 15–21. EDN XMHJVJ.
- Указание Банка России от 05.09.2016 № 4129-У (ред. от 02.08.2023) «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» (зарегистрировано в Минюсте России 15.11.2016 № 44339) // Консультант-Плюс: справ.-правовая система. URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_204480/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_204480/) (дата обращения: 27.01.2026).
- Шамхалова А. А. Частные инвесторы на российском фондовом рынке // Экономическое развитие России. 2023. Т. 3, № 9. С. 38–45.
- Carhart M. M. On Persistence in Mutual Fund Performance // The Journal of Finance. 1997. Vol. 52, no. 1. P. 57–82. DOI 10.1111/j.1540-6261.1997.tb03808.x.

- Cuthbertson K., Nitzsche D., O'Sullivan N. Mutual fund performance persistence: Factor models and portfolio size // *International Review of Financial Analysis*. 2022. Vol. 81. Art. 102133. DOI 10.1016/j.irfa.2022.102133.
- Ellis Ch. D. The Loser's Game // *Financial Analysts Journal*. 1975. Vol. 31, no. 4. P. 19–26. DOI 10.2469/faj.v31.n4.19.
- Fama E. F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work // *Journal of Finance*. 1970. Vol. 25, no. 2. P. 383–417.
- Fama E. F., French K. R. Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns // *The Journal of Finance*. 2010. Vol. 65, no. 5. P. 1915–1947. DOI 10.1111/j.1540-6261.2010.01598.x.
- Friesen G., Sapp T. Mutual Fund Flows and Investor Returns: An Empirical Examination of Fund Investor Timing Ability // *Journal of Banking and Finance*. 2007. Vol. 31, issue 9. P. 2796–2816.
- Gu A., Yoo H. I. Prospect Theory and Mutual Fund Flows // *Economics Letters*. 2021. Vol. 201. Article 109776. DOI 10.1016/j.econlet.2021.109776.
- Harvey C. R., Liu Y. Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns: Reexamining the Evidence. SSRN, 2021. DOI 10.2139/ssrn.3623537.
- Huang H., Jiang L., Leng X., Peng L. Bootstrap analysis of mutual fund performance // *Journal of Econometrics*. 2023. Vol. 235 (1). P. 239–255. DOI 10.1016/j.jeconom.2022.03.011.
- Jensen M. C. The Performance of Mutual Funds in the Period 1945–1964 // *Journal of Finance*. 1967. Vol. 23, no. 2. P. 389–416.
- Nguyen L. The Predictive Power of Fees // *Morningstar : website*. 29.11.2024. URL: <https://spotlight.morningstarhub.com.au/2325-2/> (access date: 27.01.2026).
- Release: Active and Index Investing, December 2025 : statistical report // *Investment Company Institute : website*. 2026. URL: [https://www.ici.org/research/stats/combined\\_active\\_index](https://www.ici.org/research/stats/combined_active_index) (access date: 27.01.2026).
- Ritzau M. Die große Fondslüge: Falsch beraten von Finanztest, Sparkassen, Banken und Co. Baden-Baden : Tectum Verlag, 2016. 240 S.
- Sharpe W. F. The Arithmetic of Active Management // *Financial Analysts Journal*. 1991. Vol. 47, no. 1. P. 7–9.

***Информация об авторах***

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

**Пантелеимон Владимирович Филиппов**, начальник отдела маркетинга АО ИФ «Аз-Капитал»; аспирант кафедры финансов, денежного обращения и кредита ФГБОУ ВО «Уральский государственный экономический университет» (Екатеринбург, Россия).

***Information about the authors***

**Alexander A. Metzger**, Cand. Sci. (Engineering), Assoc. Prof., Director General of CJSC “Managing company”; Assoc. Prof. of the Department of Management and Marketing, Faculty of Business and Management, Liberal Arts University – University for Humanities (Yekaterinburg, Russia).

**Panteleimon V. Filippov**, Head of the Marketing Department of JSC IF “Az-Capital”; Postgraduate Student of the Department of Finance, Money Circulation and Credit, Ural State University of Economics (Yekaterinburg, Russia).

*Статья поступила в редакцию | Submitted 29.01.2026.*

*Одобрена после рецензирования | Revised 10.02.2026.*

*Принята к публикации | Accepted 10.02.2026.*