

Закулисные игры управляющих компаний¹

Иноземцев Э.В.

В данной обзорной статье рассматривается ряд стратегических решений управляющих компаний (УК), большая часть из которых направлена на увеличение стоимости активов под управлением. Сюда относятся: ценовая конкуренция, изменение имен фондов, инкубация фондов, фаворитизм, слияние и поглощение управляющих компаний и их частей. Статья преследует две цели. Первой целью является предупреждение пайщиков и потенциальных инвесторов о дополнительных рисках инвестирования в паевые фонды, чем характеризуются большинство из рассмотренных в данной статье стратегий. Второй целью статьи является консолидация для регулирующих органов научно обоснованных фактов об особенностях функционирования и стратегического развития УК. Это поможет привлечь большее внимание регулятора к проблемам индустрии во всем мире и, в частности, к недостаткам российского рынка паевых фондов. Недопущение или ограничение возможностей применения многих из обсужденных стратегий позволит защитить интересы потенциальных инвесторов, оградить их от труднооцениваемых рисков и сделать инвестирование более прозрачным.

Статья также содержит эмпирический анализ возможности применения стратегий фаворитизма в российской индустрии паевых фондов. Наличие фаворитизма в России остается открытым. Если использование IPO в качестве механизма фаворитизма в России сильно ограничено, то, как было показано в статье, относительно противоположных сделок ответ не столь очевиден. Согласно российскому законодательству, противоположные сделки могут совершаться либо на бирже, либо в рамках внебиржевой сделки при условии конвертируемости паев фондов между собой. Цена внебиржевых сделок может существенно отличаться от биржевой цены инструмента сделки. Наличие отклонения цены слабо объясняется вариативностью рыноч-

¹ Автор выражает благодарность заведующему лабораторией эмпирических исследований инвестиций и финансовых рынков РАНХиГС А. Симонову за помощь в подборе материала, плодотворное обсуждение и ценные замечания. Отдельная благодарность Е. Горбатикову за замечания и помощь в поиске ошибок и опечаток. Автор также благодарен представителям индустрии паевых фондов в России, во многом благодаря которым удалось собрать информацию по особенностям функционирования российской индустрии.

Иноземцев Эдуард Васильевич – научный сотрудник лаборатории эмпирических исследований инвестиций и финансовых рынков Научного направления «Макроэкономика и финансы» ИЭП им. Е.Т. Гайдара. E-mail: inozemtsev@nes.ru.

Статья поступила: 29.04.2017/Статья принята: 22.05.2017.

ного риска инструмента, в то время как величина отклонения и вовсе ею не объясняется. Это говорит о том, что внебиржевые сделки в России потенциально могут быть использованы управляющими компаниями как механизм кросс-субсидирования доходности из одного паевого фонда в другой.

Ключевые слова: паевые фонды; стратегии управляющих компаний; фаворитизм; внебиржевые сделки.

Введение

Индустрия паевых фондов является одним из крупнейших инвесторов² и, как следствие, драйвером развития финансовых рынков. Около половины мировой индустрии по стоимости чистых активов под управлением приходится на американские управляющие компании (УК). Согласно данным Investment Company Institute за 2014 г., 46,3% домашних хозяйств в США имеют инвестиции в паевые фонды. Столь высокий спрос на финансовые продукты индустрии паевых фондов объясняется рядом их весомых преимуществ: низкий минимальный порог для инвестиций, диверсифицированный портфель, профессиональное управление, высокая ликвидность паев, широкий выбор инвестиционных стратегий, жесткий контроль индустрии со стороны регулятора и т.д. В то же время инвестирование в паевой фонд имеет и свои недостатки, к числу которых относятся: наличие комиссионных издержек за услуги управления портфелем, дополнительные расходы, связанные с приобретением и погашением паев (надбавка и скидка). Однако заканчиваются ли на этом негативные стороны от инвестирования в паевые фонды? Для ответа на данный вопрос я провел детальный обзор литературы.

В индустрии паевых фондов ключевыми агентами являются пайщики и владельцы управляющих компаний. Интересы этих двух сторон, вообще говоря, различаются. Потенциальные инвесторы, выбирая управляющую компанию и фонд для инвестирования, стремятся к более высокой доходности при допустимом уровне риска и минимальных комиссионных издержках. Доход управляющих компаний при этом формируется за счет комиссионных издержек пайщиков, представляющих из себя фиксированный (или слабо изменяющийся) процент от стоимости чистых активов под управлением. Таким образом, интересы управляющих компаний напрямую связаны с увеличением двух составляющих их доходов: комиссионных издержек и стоимости чистых активов под управлением. Если размер комиссионных издержек во многом определяется уровнем конкуренции между управляющими компаниями [Keswani, Miguel, Ramos, 2016; Gil-Bazo, Ruiz-Verdú, 2008], то на совокупную стоимость чистых активов можно воздействовать различными путями.

Статья структурирована следующим образом. В разделе 1 обсуждается доходность паевых фондов, приток чистых активов и взаимосвязь этих величин. Раздел 2 содержит обзор литературы по стратегиям управляющих компаний, направленным на увеличение стоимости активов под управлением. В разделе 3 представлены статьи по слиянию и поглощению управляющих компаний и их частей. Раздел 4 обсуждает закрытие фондов внутри управляющей компании. В разделе 5 собраны эмпирические факты по российской индустрии, а также представлен эмпирический анализ возможности применения стратегий фаворитизма в России.

² 2016 Investment Company Fact Book, p. 14.

1. Доходность и приток активов

Одним из механизмов воздействия на стоимость чистых активов является увеличение притока чистых активов в фонд. Существует большое количество статей, исследующих взаимосвязь доходности фонда и притока чистых активов [Chevalier, Ellison, 1997; Berk, Green, 2004]. Одной из ранних классических статей является работа Шевалье и Эллисона [Chevalier, Ellison, 1997]. В своей статье авторы оценивают функциональную взаимосвязь между доходностью фонда и будущим притоком чистых активов. Для этого оценивается полупараметрическая модель на выборке, включающей в себя данные по 449 фондам и охватывающей период с 1983 по 1993 гг. Все фонды делятся на две группы в зависимости от возраста. Оцененные зависимости представлены на рис. 1 и 2.

Согласно полученным результатам, ожидаемый приток чистых активов в следующем году возрастает с ростом доходности в текущем году. Причем данный эффект верен для обеих групп фондов. Еще одним интересным результатом является нелинейная зависимость притока чистых активов от доходности в области положительной доходности. Как видно из рисунков, с ростом доходности приток чистых активов начинает расти более высокими темпами. Для молодых фондов картина получается симметричной и для отрицательной области. С падением доходности функциональная зависимость становится вогнутой для молодых фондов в области отрицательной доходности. Однако этот эффект наблюдается для крайне низкой доходности. В области $[-15\%, -8\%]$ чистый приток активов не зависит от доходности фонда. Для старых фондов картина несколько иная: наблюдается асимметрия притока активов между положительной и отрицательной областями доходности. Инвесторы стремятся инвестировать в фонды с высокой доходностью, однако не спешат покидать фонды с крайне низкой доходностью. Приток чистых активов становится менее чувствительным к успешности фонда даже при крайне низкой доходности.

Согласно исследованию авторов статьи [Chevalier, Ellison, 1997], подобные интервалы нечувствительности будущего ожидаемого притока активов к текущей доходности создают предпосылки со стороны управляющих компаний для манипулирования уровнем риска портфеля. К примеру, пусть в течение первых трех кварталов календарного года фонд показал отрицательную избыточную доходность. Если фонд в течение последнего квартала реплицирует рыночный индекс, то он закончит календарный год с отрицательной избыточной доходностью, что приведет к оттоку активов в следующем году. Если фонд в последнем квартале вновь покажет небольшую отрицательную избыточную доходность, то он закончит год с еще большей отрицательной избыточной доходностью, однако ожидаемый отток активов будет приблизительно равен значению для предыдущего случая. Если же фонд покажет положительную избыточную доходность в последнем квартале, то оттока активов в следующем году можно и вовсе избежать. Таким образом, управляющей компании выгодно увеличивать рискованность своего портфеля в последнем квартале календарного года, если на момент окончания третьего квартала доходность фонда сильно уступает рыночной доходности. Наоборот, если фонд продемонстрировал положительную избыточную доходность, то дополнительная доходность в последнем квартале почти не изменит ожидаемого притока активов, в то время как ожидаемый приток может сильно упасть в случае отрицательной избыточной доходности в последнем квартале. Это говорит о том, что если управляющая компания уже получила положи-

тельную избыточную доходность по итогам первых трех кварталов, то она будет следовать рынку в течение последнего квартала. Анализируя содержимое портфелей фондов, авторы показывают, что управляющие компании действительно изменяют уровень риска своего портфеля в зависимости от того, какую доходность показал фонд в течение первых трех кварталов календарного года.

Берк и Грин [Berk, Green, 2004] в своей статье предложили рациональную модель активного управления портфелем ценных бумаг, в рамках которой показали наличие положительной корреляции между текущей доходностью и будущим притоком активов. Согласно данной модели, портфельные менеджеры различаются по умению генерировать высокую доходность для своих фондов, а также испытывают убывающую отдачу от масштаба. Последнее говорит о том, что при увеличении размера активов под управлением портфельным менеджерам становится все сложнее демонстрировать высокую избыточную доходность. Инвесторы, в свою очередь, используют историю доходности фондов для рациональной оценки профессионализма портфельных менеджеров. Обнаружив фонды с высокой доходностью, инвесторы принимают решение инвестировать в эти фонды, что приводит к росту их размера активов под управлением. Согласно модели, данный процесс продолжается до тех пор, пока будущая ожидаемая избыточная доходность фонда не снизится до конкурентных значений. Таким образом, данная модель объясняет не только взаимосвязь между доходностью и притоком активов, а также вариабельность избыточной доходности паевых фондов.

Изменение уровня риска может быть спровоцировано самими портфельными менеджерами, а не управляющей компанией. В случае, когда компенсация менеджера привязана к доходности его портфеля, он может изменять рискованность портфеля с целью повлиять на доходность всего фонда. Кто бы ни являлся инициатором этих изменений, согласно статье Хуанга, Сиалма и Чжана [Huang, Sialm, Zhang, 2011], фонды, которые меняют уровень риска своего портфеля, уступают по доходности фондам, которые поддерживают стабильный уровень риска.

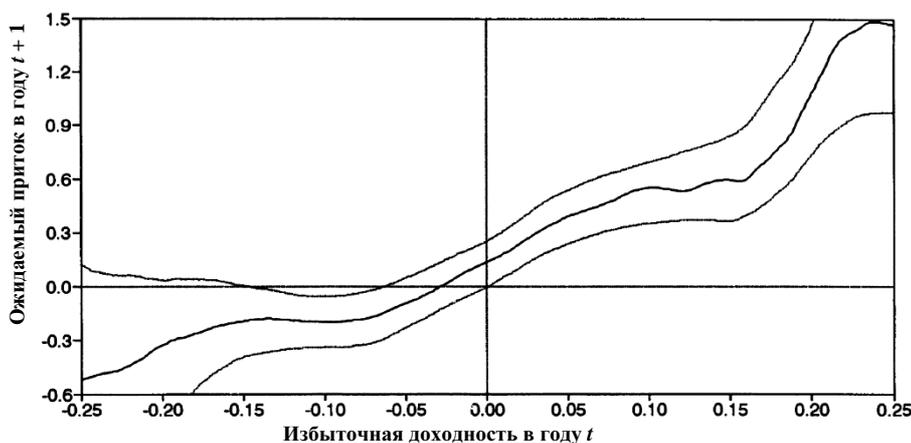


Рис. 1. Зависимость будущего притока активов от текущей доходности для молодых фондов (с возрастом 2 года)

Источник: [Chevalier, Ellison, 1997].

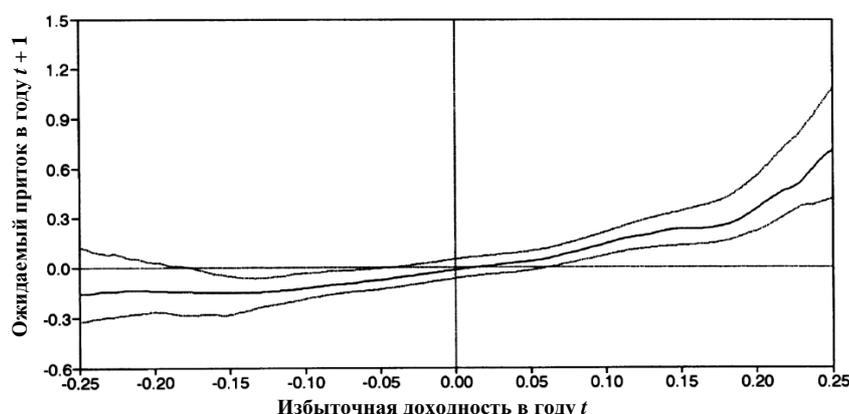


Рис. 2. Зависимость будущего притока активов от текущей доходности для старых фондов (с возрастом более 10 лет)

Источник: [Chevalier, Ellison, 1997].

Приток чистых активов формируется двумя составляющими: притоком и оттоком активов. Ивкович и Вейзбеннер [Ivkovic, Weisbenner, 2009] в своей работе исследуют взаимосвязь между различными мерами доходности фонда и двумя составляющими его притока чистых активов. Авторы показывают, что будущий приток активов скоррелирован с относительной доходностью фонда, что говорит о том, что инвесторы выбирают фонд с наибольшей доходностью в рамках данного инвестиционного стиля. Отток активов, наоборот, зависит от абсолютной доходности фонда и не зависит от относительной доходности. Данные результаты свидетельствуют о том, что решения о покупке и продаже паев принимаются инвесторами различным образом.

Мы видим, что существующие исследования говорят о положительной корреляции текущей доходности и будущего притока активов. УК и портфельные менеджеры способны влиять на доходность фонда, изменяя уровень риска портфеля в своих интересах, однако способны ли они приносить положительную сверхдоходность (альфу³) пайщикам? Если ответ положителен, то является ли это следствием их профессионализма или просто удачи?

В своей классической статье Малкиэль [Malkiel, 1995] постарался ответить на эти вопросы, исследуя все активные фонды акций США с 1971 по 1991 гг. Используя уникальную базу данных, автор вычисляет однофакторную CAPM альфу для фондов, просуществовавших в течение всего 20-летнего периода. Гистограмма полученных альф представлена на рис. 3. Данная гистограмма наглядно демонстрирует тот факт, что альфа чаще принимает отрицательные значения, чем положительные. Среднее значение оцененных альф равно $-0,06$ с t -stat, равной $-0,21$, что не позволило автору отвергнуть гипотезу о равенстве нулю средней, скорректированной на риск доходности фондов.

³ Альфа – это мера разности между фактической доходностью фонда и его ожидаемой доходностью, рассчитанной с учетом рыночного риска портфеля (бета). Определение по Morningstar: <http://www.morningstar.com/InvGlossary/alpha.aspx>

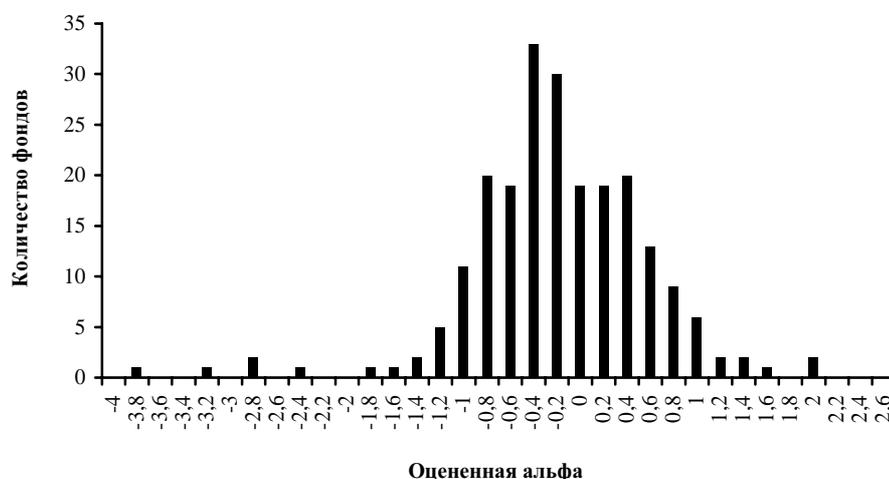


Рис. 3. Распределение оцененных однофакторных альф паевых фондов в период с 1972 по 1991 гг. Оценка проведена на множестве выживших фондов акций на 20-летнем окне доходностей

Источник: [Malkiel, 1995].

Данный анализ включал в себя только выжившие в течение 20 лет фонды, что говорит о смещенности результатов в положительную область. Автор также подчеркивает, что использованные для вычисления альф доходности фондов были предварительно очищены от комиссионных издержек пайщиков. Последнее говорит о том, что полученные альфы – это скорректированная на риск доходность пайщика, а не портфельного менеджера. Таким образом, отсутствие значимого различия между средней альфой для пайщика и нулем говорит о том, что средний выживший фонд зарабатывает ровно столько, сколько требуется пайщику, чтобы покрыть его комиссионные расходы в этом фонде.

В своей недавней работе Берк и ван Бинсберген [Berk, van Binsbergen, 2012] также исследуют доходность паевых фондов. В отличие от множества других работ, авторы исследуют доходность до вычета комиссионных издержек, т.е. ту доходность, которую зарабатывают портфельные менеджеры. Для данной меры доходности авторы вычисляют доходность, скорректированную на риск, или альфу. Авторы также учитывают размеры фондов при построении меры профессионализма менеджеров. К примеру, альфа, равная 1% на фонде размером в 10 млрд долл., имеет большую добавленную стоимость, чем альфа, равная 10% на фонде размером в 1 млн долл.

Согласно результатам, средний портфельный менеджер приносит добавленную стоимость в размере 2 млн долл./год. При этом добавленная стоимость, создаваемая менеджером, сохраняется во времени, а следовательно, не может быть объяснена лишь удачей. Инвесторы, со своей стороны, способны распознавать талантливых менеджеров. Это приводит к тому, что комиссионные издержки фондов, которыми руководят лучшие менеджеры, в среднем выше по рынку. Авторы подчеркивают, что размер комиссионных издержек фонда обладает предсказательной силой для дальнейшей доходности фонда. Относительно самих инвесторов, после вычета комиссионных издержек в среднем они получают близкую к нулю альфу, что говорит о том, что всю созданную портфельными менеджерами добавленную стоимость забирают сами управляющие компании.

Как видно из существующей литературы, портфельные менеджеры действительно способны генерировать доходность для своих фондов. Причем они способны это делать систематически, что говорит о наличии у них профессионализма и специальных навыков. В то же время инвесторы паевых фондов, в среднем, не могут извлечь дополнительную прибыль от инвестирования в паевые фонды, поскольку в состоянии равновесия генерируемая портфельными менеджерами избыточная доходность фонда полностью компенсируется комиссионными издержками. Результаты обеих статей полностью согласуются с теоретической моделью Берка и Грина [Berk, Green, 2004], где приток активов в фонд продолжается до тех пор, пока избыточная доходность, за вычетом комиссионных издержек, не станет равной конкурентным значениям, т.е. нулю.

Фама и Френч [Fama, French, 2010] в своей недавней работе более пессимистичны относительно доходности паевых фондов. Исследуя выборку американских активных паевых фондов в период с 1984 г. по 2006 гг., авторы показывают, что, в среднем, скорректированная на комиссионные платежи альфа варьируется в диапазоне от $-1,13\%$ до $-0,81\%$ в годовом выражении в зависимости от выбранной модели и метода агрегирования доходности, статистически значимо отличаясь от нуля. В то же время альфа, рассчитанная на доходности портфеля до вычета комиссионных, составила от $-0,18\%$ до $0,39\%$ в годовом выражении, статистически не отличаясь от нуля. Данные результаты свидетельствуют о том, что, в среднем, активные паевые фонды генерируют не отличимую от нуля альфу, однако после вычета комиссионных платежей и вовсе демонстрируют отрицательную избыточную доходность. Эти выводы противоречат основным результатам теоретической модели Берка и Грина [Berk, Green, 2004].

Во второй части своей статьи авторы пытаются исследовать наличие портфельных менеджеров, способных генерировать такую альфу, которая покрывает хотя бы собственные комиссионные издержки фонда. Для этого они строят бутстрап симуляции исторических доходностей в предположении, что истинная альфа равна нулю, и сравнивают перцентили распределений симулированных и исторических данных. Согласно полученным результатам, лишь небольшая часть портфельных менеджеров (менее 2%), если таковая вообще имеется, способна генерировать альфу, покрывающую комиссионные издержки фонда.

В индустрии паевых фондов существует еще одна важная категория взаимоотношений – между портфельным менеджером и управляющей компанией. Портфельный менеджер является наемным рабочим, чья заработная плата складывается из оклада плюс процента от доходности паевого фонда. Как правило, данный дополнительный бонус на порядок ниже бонусов в индустрии хедж-фондов. Привязка заработной платы к доходности управляемого портфеля создает дополнительные стимулы для манипулирования доходностью фонда со стороны портфельного менеджера. Шевалье и Эллисон [Chevalier, Ellison, 1999] в своей статье исследуют карьерные особенности портфельных менеджеров. Авторы показали, что управляющие компании следят за показателями доходности менеджеров. На следующих рисунках представлена зависимость вероятности увольнения менеджера от показателя доходности его портфеля. Как видно, для обеих возрастных групп зависимость между доходностью, которую демонстрирует менеджер, и вероятностью его увольнения отрицательная. Более того, молодых управляющих увольняют чаще в случае низких показателей.

Исследователи также посмотрели на состав портфеля увольняемого менеджера. Отклонение портфеля от инвестиционного стиля, от заранее выбранного уровня рыночного и идиосинкратического риска⁴ повышает риск увольнения сотрудника для категории молодых портфельных менеджеров. Полученные результаты привели исследователей к мысли о том, что данная информация может быть использована менеджерами для минимизации вероятности их увольнения. Для тестирования данной гипотезы авторы проанализировали уровень идиосинкратического риска портфелей молодых и возрастных менеджеров. Выяснилось, что молодые менеджеры в среднем берут меньше идиосинкратического риска по сравнению с возрастными менеджерами. Более того, молодые менеджеры с большей вероятностью подвержены «эффекту толпы», что говорит о том, что они реже отклоняются от поведения большинства. Это приводит к тому, что молодые менеджеры инвестируют в популярные сектора и стремятся иметь более традиционный набор активов в портфеле.

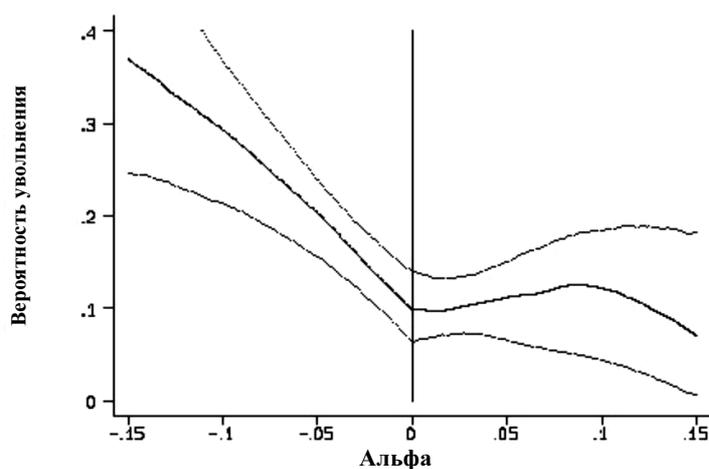


Рис. 4. Зависимость вероятности увольнения менеджера в течение текущего года от скорректированной на риск доходности его фонда в текущем году (менеджеры младше 45 лет)

Источник: [Chevalier, Ellison, 1999].

⁴ Идиосинкратический риск – риск возникновения волатильности или постоянной потери капитала ввиду индивидуальных особенностей ценной бумаги, а не общих изменений на рынке. Определение по Morningstar: http://www.morningstar.com/InvGlossary/idiosyncratic_risk_definition_what_is.aspx

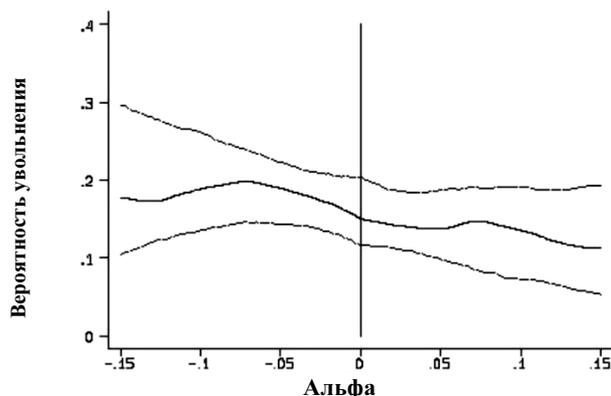


Рис. 5. Зависимость вероятности увольнения менеджера в течение текущего года от скорректированной на риск доходности его фонда в текущем году (менеджеры старше 45 лет)

Источник: [Chevalier, Ellison, 1999].

2. Стратегии управляющих компаний

В предыдущем разделе мы обсуждали взаимосвязь доходности фонда и притока чистых активов в фонд. Мы также обсудили возможные пути манипулирования доходностью фонда, наличие таланта у менеджеров и особенности их взаимоотношений с управляющей компанией. В данном разделе мы уделим внимание стратегиям управляющих компаний, целью которых является увеличение размера стоимости активов под управлением.

Индустрия паевых инвестиционных фондов в США крайне конкурентна. В своей статье Корана и Серваес [Khorana, Servaes, 2012] исследуют конкуренцию между управляющими компаниями и выявляют факторы, влияющие на рыночную долю той или иной компании. Авторы показывают, что ценовая конкуренция на рынке является эффективной. Управляющие компании с более высокими комиссионными издержками и отсутствием возможностей для экономии от масштаба имеют меньшую рыночную долю. Управляющие компании, чьи скорректированные на инвестиционный стиль комиссионные издержки ниже, имеют большую долю на рынке.

Авторы показали, что комиссионные издержки 12b1, различные надбавки и скидки положительно скоррелированы с рыночной долей управляющей компании. Это легко объясняется тем, что, как правило, денежные потоки от данных видов комиссионных платежей идут на маркетинговые расходы управляющей компании. Результаты исследования также говорят о том, что инвесторы асимметрично реагируют на изменение размера комиссионных платежей. Если управляющая компания имела размер комиссии выше среднего, то она способна повысить свою долю на рынке за счет уменьшения размера комиссионных издержек. Однако если начальный размер был ниже среднего, то такого эффекта достичь не удастся. Авторы подчеркивают, что создание новых фондов, которые отличаются от существующей продуктовой линейки, также позволяет увеличить рыночную долю УК.

Помимо ценовой конкуренции, управляющие компании могут пользоваться рядом стратегических решений, направленных на привлечение дополнительного числа пайщиков. Последствия одного из таких решений обсуждаются в статье Купера, Гулена и Рау [Cooper, Gulen, Rau, 2005]. В своей работе авторы исследуют стратегию изменения имен паевых фондов с учетом текущей популярности тех или иных инвестиционных стилей. К примеру, многие управляющие компании после пузыря доткомов убрали из названия своих фондов слова «Новая экономика», «акции роста» и т.д. Исследуя выборку из 296 фондов акций, хотя бы раз менявших свое название, было выявлено, что почти все изменения в именах фондов были направлены либо на добавление слов, ассоциирующихся с текущими доходными инвестиционными стилями, либо на удаление слов, ассоциирующихся с текущими проигрышными инвестиционными стилями. Авторы показали, что в течение последующих 12 месяцев после переименования фонды привлекают дополнительно 27,63% притока активов по сравнению с аналогичными фондами, не изменившими название.

Согласно исследованию, управляющие компании, как правило, изменяют имена более старых фондов, демонстрирующих низкую доходность и высокий отток активов в течение последних шести месяцев. Многие подобные изменения имен сопровождаются увеличением расходов на рекламу и маркетинг фондов, что может частично или полностью объяснить подобное увеличение притока активов. В рамках регрессионного анализа авторы показывают, что дополнительный приток сохраняется даже после контролирования на изменение в расходах на рекламу. Более того, ограничив выборку лишь теми переименованиями, при которых отсутствуют изменения в расходах на рекламу, авторы показывают, что эти фонды привлекают дополнительно 18,69% притока активов в течение последующих 12 месяцев.

Еще одной стратегией управляющих компаний является «инкубация». В рамках этой стратегии управляющая компания создает несколько паевых фондов (портфелей), закрытых для инвесторов (или вовсе незарегистрированных). По окончании инкубационного периода фонды, продемонстрировавшие высокие показатели доходности, становятся открытыми для инвесторов, в то время как остальные ликвидируются. Таким образом, ставшие открытыми инкубированные фонды демонстрируют историю высокой доходности, что активно рекламируется управляющей компанией. Данную стратегию в своей статье исследует Эванс [Evans, 2010]. Автор рассматривает широкую выборку недавно открытых фондов, которые инвестируют преимущественно в американский фондовый рынок. Выборка охватывает промежуток с 1996 по 2005 гг., в течение которого 23% созданных фондов были инкубированы.

Эванс показал, что в течение инкубационного периода скорректированная на риск годовая доходность инкубированных фондов на 3,5 п.п. выше таковой у неинкубированных фондов. Коэффициент Шарпа инкубированных фондов более чем в 2 раза превышает аналогичный показатель неинкубированных. Однако различие в доходности становится статистически незначимым после открытия фонда инвесторам. Это говорит о том, что инкубация не используется управляющими компаниями как инструмент отбора портфельных менеджеров, иначе инкубированные фонды продолжали бы демонстрировать высокие показатели доходности после своего открытия. Автор также исследует взаимосвязь инкубации фондов и последующий приток чистых активов. Согласно исследованию, данные фонды испытывают дополнительный приток чистых активов, который полно-

стью объясняется более высокой доходностью в период инкубации. Это говорит о том, что инвесторы не способны отличить инкубированные фонды от неинкубированных, одинаково реагируя на более высокую доходность в обеих группах фондов.

Рассмотренный выше процесс инкубации фондов направлен, в первую очередь, на создание так называемых звездных фондов. Под звездным фондом принято понимать фонд, демонстрирующий одну из лучших историй доходности⁵. Одной из классических работ, исследовавших эффект наличия звезд в УК, является статья Нанда, Вэнга и Женга [Nanda, Wang, Zheng, 2004]. В ней авторы показывают, что наличие звездного фонда в УК приводит к увеличению притока активов не только в этот фонд, но и в другие фонды данной УК. Наличие такого спилловер-эффекта является дополнительным стимулом к созданию звездных фондов с точки зрения управляющих компаний. Согласно исследованию, вероятность возникновения звездных фондов в семье⁶ положительно скоррелирована с межфондовым стандартным отклонением доходности и количеством фондов в семье. Помимо того, что наличие звездных фондов в УК может объясняться профессионализмом управляющих, оно также может быть следствием стратегии, направленной на выращивание звезд. Как бы то ни было, авторы указывают на то, что УК, имеющие звездные фонды, не демонстрируют более высокую доходность в будущем. Наличие избыточного притока активов в УК, обладающие звездными фондами, также было отмечено в обсуждавшейся выше работе Корана и Серваеса [Khorana, Servaes, 2012].

В рассмотренных выше статьях было показано, что наличие звездного фонда в управляющей компании позволяет привлечь дополнительный приток чистых активов в другие фонды УК. Однако при помощи каких именно механизмов создаются звездные фонды в семье? Один из таких механизмов мы уже рассмотрели выше, когда обсуждали инкубацию фондов. Другим механизмом является фаворитизм или кросс-субсидирование. Под фаворитизмом принято понимать комплекс мер, направленных на увеличение доходности тех фондов, которые интересны управляющей компании в наибольшей степени, за счет остальных фондов. К группе наиболее ценных с точки зрения УК фондов могут относиться звездные фонды, которые привлекают пайщиков на уровне всей управляющей компании. Также в их число могут попадать фонды с более высоким уровнем комиссионных платежей. Вспомним, что доход управляющей компании формируется за счет потока денежных средств от комиссионных платежей. Таким образом, управляющие компании заинтересованы в том, чтобы приток активов в более дорогие фонды был выше [Gaspar, Massa, Matos, 2006].

Наличие положительной корреляции между вероятностью возникновения звездного фонда в семье и межфондовым стандартным отклонением доходности в семье [Nanda, Wang, Zheng, 2004] может быть тесно связано с наличием фаворитизма в звездных семьях. Рассмотрим простую модель семьи с двумя фондами, доходность которых обозначим как r_1 и r_2 . Тогда межфондовое стандартное отклонение доходности в такой семье равно

⁵ В существующей литературе используется несколько способов оценки звездности фонда: скорректированная на риск доходность (альфа), доходность внутри инвестиционного стиля, рейтинг Morningstar и прочие.

⁶ В рамках данной статьи выражения «управляющая компания (УК)» и «семья» используются в качестве синонимов.

$$SD_1 = \sqrt{\left(r_1 - \frac{(r_1 + r_2)}{2}\right)^2 + \left(r_2 - \frac{(r_1 + r_2)}{2}\right)^2}.$$

Если данная семья начнет следовать стратегии фаворитизма, т.е. отнимать часть доходности x от фонда 1 и отдавать фонду 2, то стандартное отклонение примет вид

$$SD_2 = \sqrt{\left(r_1 - x - \frac{(r_1 + r_2)}{2}\right)^2 + \left(r_2 + x - \frac{(r_1 + r_2)}{2}\right)^2},$$

где $x > 0$. Нетрудно увидеть, что при любом $x > 0$ и $r_2 > r_1$ верно, что $SD_2 > SD_1$. Это говорит о том, что если управляющая компания отнимает часть доходности «плохого» фонда и отдает «хорошему», то межфондовое стандартное отклонение доходности в семье возрастает, что полностью согласуется с тем, что звездные семьи могут придерживаться стратегии фаворитизма.

В своей статье, являющейся одной из первых на эту тему и ставшей классической, Гаспар, Масса и Матос [Gaspar, Massa, Matos, 2006] исследуют наличие стратегического кросс-субсидирования внутри управляющих компаний. Авторы разбивают фонды внутри семьи на фонды с высокой и низкой значимостью для семьи. Отдельно рассматривается три различных критерия значимости фонда для семьи: прошлая доходность, размер комиссионных платежей и возраст фонда. Высокий размер комиссионных платежей, высокая прошлая доходность и молодой возраст ассоциированы с высокой значимостью. Низкий размер комиссионных платежей, низкая прошлая доходность и большой возраст относят фонд к группе низкой значимости. Авторы показывают, что фонды высокой значимости кросс-субсидируются за счет фондов низкой значимости в размере 0,7–3,3% скорректированной на риск доходности в год (в зависимости от выбранного критерия значимости) внутри одной управляющей компании.

В статье также исследуются два важных механизма фаворитизма: преференциальное распределение и противоположные сделки. Под преференциальным распределением принято понимать механизм распределения сделок между фондами одной управляющей компании, в рамках которого лучшие сделки достаются кросс-субсидируемым фондам. Будучи институциональными инвесторами, управляющие компании, как правило, владеют серьезными центрами анализа финансовых рынков. Эти центры помогают трейдерам с поиском высокоприбыльных инвестиционных позиций. Такие позиции принято называть «лучшими идеями» (от англ. best ideas) [Cohen, Polk, Silli, 2010]. Помимо этого, данные центры анализа финансовых рынков могут помочь в выявлении наиболее выгодных с точки зрения инвестирования сделок IPO, при размещении заявок на участие в которых крупные управляющие компании имеют привилегии. Сделки IPO, как правило, сильно недооценены, что позволяет извлечь дополнительную доходность при последующей продаже [Ritter, Welch, 2002]. Имея информацию о наиболее выгодных сделках, управляющая компания сама принимает решение о распределении этих сделок между своими фондами. Количество сделок IPO, равно как и размер инвестиции, ограничены, поэтому далеко не все фонды могут получить возможность принимать участие в сделках IPO.

Вторым из вышеупомянутых механизмов фаворитизма является «противоположная сделка» (от англ. *opposite trade*). Противоположной сделкой принято называть транзакцию, в рамках которой запросы на покупку и продажу одной и той же ценной бумаги одновременно поступают от разных фондов одной управляющей компании. Однако в отличие от обычных сделок, в данном случае обе противоположные заявки не выходят на рынок. Вместо этого сделки погашаются брокером локально, передавая ценные бумаги от продающего фонда в покупающий. Данный вид сделок разрешен американским законодательством в рамках правила 17a-7 US Investment Company Act как механизм, позволяющий снизить управляющим компаниям транзакционные издержки. В рамках законодательства противоположные сделки должны соответствовать инвестиционным стилям обеих сторон и должны проводиться по рыночной цене. Последнее часто нарушается управляющими компаниями, что позволяет смещать доходность от одних фондов в другие.

В своей статье Гаспар, Масса и Матос [Gaspar, Massa, Matos, 2006] показывают, что управляющие компании относительно чаще размещают сделки IPO в фонды высокой значимости по сравнению с фондами низкой значимости. Средняя и медианная доходность сделок IPO, размещенных в фонды высокой значимости, также значительно превосходит таковые для фондов низкой значимости. Исследуя квартальные данные по содержанию портфелей, авторы строят меру противоположных сделок между фондами высокой и низкой значимости. Согласно результатам, меры объема противоположных сделок положительно коррелируют с размером кросс-субсидирования между двумя группами фондов. Эти результаты свидетельствуют о том, что данные механизмы могут быть использованы управляющими компаниями для кросс-субсидирования фондов высокой значимости за счет фондов низкой значимости.

Эйсель, Нефедова и Парисе [Eisele, Nefedova, Parise, 2016] в своей работе исследуют наличие противоположных сделок внутри управляющих компаний и оценивают их последствия для доходности фондов. В отличие от ряда других работ, авторы используют высокочастотные данные по торговым сделкам институциональных инвесторов, что позволяет им построить более точные прокси-переменные для объема противоположных сделок. Согласно результатам, объем противоположных сделок выше в семьях с большим количеством фондов, более высоким межфондовым стандартным отклонением доходностей и более высоким разбросом комиссионных платежей. Как было сказано выше, противоположные сделки позволяют кросс-субсидировать фонды за счет отклонения цены продажи бумаги от текущей рыночной цены. Располагая ценами сделок, в рамках регрессионного анализа авторы показали, что модуль относительного отклонения цены сделки от текущей рыночной цены акции для противоположных сделок превышает таковой для остальных сделок. Согласно эмпирическим результатам статьи, противоположные сделки приводят к кросс-субсидированию звездных фондов в размере 1,7% скорректированной на риск доходности в год.

В этой работе также имеется важный натуральный эксперимент. В 2004 г. SEC ввела законодательные ограничения, направленные на более строгий надзор за противоположными сделками. Это привело к резкому падению доли противоположных сделок в общем объеме сделок фондов управляющих компаний.

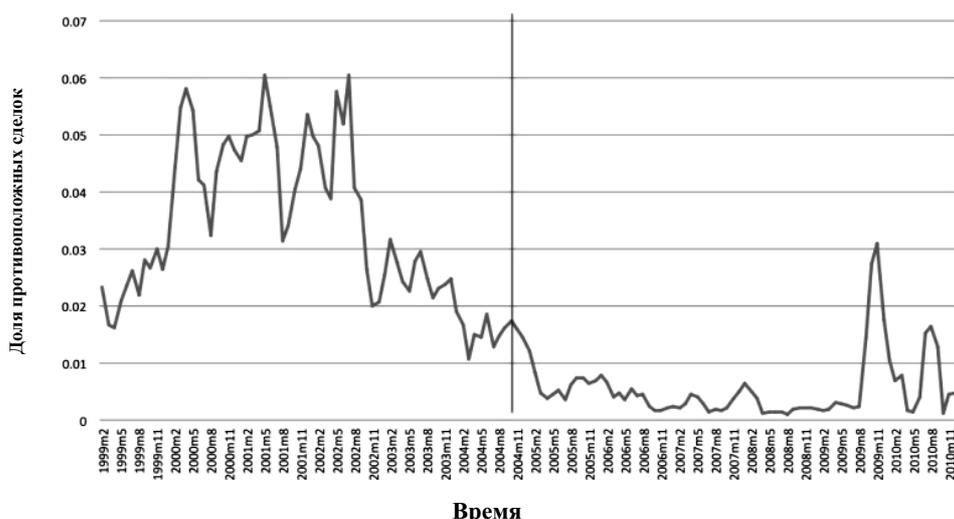


Рис. 6. Доля противоположных сделок во времени от общего объема сделок. Вертикальной линией выделены периоды до и после введения законодательных ограничений, 5 октября 2004 г.

Источник: [Eisele, Nefedova, Parise, 2016].

Искусственное поддержание и накачивание звездных фондов за счет остальных может осуществляться путем приобретения тех же бумаг, которые содержатся в портфеле звездного фонда. Непосредственно перед отчетным периодом, концом квартала или года, незвездные фонды УК занимают длинную позицию по тем бумагам, которые содержатся в портфелях звездных фондов этой УК. Это приводит к росту стоимости данных бумаг и, как следствие, к более высокой доходности звездных фондов. Однако уже в начале следующего периода динамика стоимости паев звездных фондов демонстрирует коррекцию. Эта стратегия рассматривается в статье Ванга [Wang, 2017]. Автор не только устанавливает факт использования данной стратегии в индустрии паевых фондов, но также выявляет характеристики вовлеченных в это ценных бумаг. Так, согласно результатам, УК используют малоликвидные акции малых по капитализации компаний, ценой которых легче манипулировать. При этом бумаги тщательно отбираются так, чтобы использование этой стратегии не привело к увеличению доходности конкурентов.

3. Слияние и поглощение управляющих компаний и их частей

В предыдущем разделе мы рассмотрели основные стратегии управляющих компаний, направленные на увеличение притока чистых активов в фонды семьи. Большая часть этих стратегий основывалась на манипулировании доходностями фондов и, как следствие, влияло на последующий приток чистых активов. В данном разделе мы рассмотрим слияние и поглощение управляющих компаний и их частей как стратегии, направленные на увеличение активов под управлением.

Индустрия паевых фондов является крайне консолидированной. С начала 2000-х годов уровень этой консолидации и концентрации лишь возрастает. Так, на конец 2015 г. 56% всех американских паевых фондов по США принадлежало десяти крупнейшим управляющим компаниям, в то время как на конец 2000 г. эта цифра составляла лишь 44%⁷. Как правило, консолидация происходит путем полного или частичного поглощения других управляющих компаний. Поглощение называется полным, если поглощаемая управляющая компания передает все ее фонды под управление поглощающей стороны. При этом, она может продолжить существовать как бренд внутри новой материнской компании либо быть ликвидирована. Примером полного поглощения может служить поглощение инвестиционной компанией Атон бизнеса по управлению активами Deutsche UFG Capital Management у материнской компании Deutsche Bank в ноябре 2013 г. При частичных продажах осуществляется передача лишь части фондов продающей стороны, после которой продающая УК продолжает свою деятельность. Примером подобной сделки служит передача фонда RiverFront Long-Term Growth Fund, принадлежавшего Robert W. Baird & Co., компании ALPS Advisors, Inc. в июне 2010 г.

Преимущества подобных сделок для покупающей стороны очевидны. Увеличивается количество активов под управлением, что позволяет достичь экономии от масштаба. Возникает больше возможностей для уменьшения размера комиссионных платежей, что делает продукты этой УК более конкурентоспособными на рынке. Увеличивается количество и разнообразие продуктов для конечного клиента. Возрастает число каналов дистрибуции паев. В то же время конечные потребители продуктов, пайщики, могут не догадываться о наличии прямых негативных экстерналий, связанных с этими сделками. Так, согласно статье Луо и Кьяо [Luo, Qiao, 2012], лишь 66% фондов, приобретенных в рамках полной продажи УК, выживают внутри новой УК. Остальные 34% фондов поглощаются либо ликвидируются. Оставшиеся в живых 66% фондов испытывают статистически значимое падение доходности после сделки. Основное падение доходности испытывают те фонды, чей инвестиционный стиль уже присутствовал у покупающей стороны до факта совершения сделки. Авторы объясняют это возможным «навязыванием» приобретенным фондам стратегий уже имеющихся похожих фондов. В свою очередь, подобное «навязывание» негативно сказывается на мотивации портфельных менеджеров приобретенных фондов.

Луо, Манкони и Шумахер [Luo, Manconi, Schumacher, 2016] показывают в своей работе падение доходности старых фондов поглощающей управляющей компании непосредственно после сделки. В то же время фонды поглощенной управляющей компании демонстрируют увеличение доходности, что противоречит результатам работы Луо и Кьяо (см. выше). Непосредственно после сделки фонды поглощающей и поглощенной сторон начинают сближаться относительно состава своих портфелей: фонды поглощающей стороны начинают инвестировать в сектора экономики, на которых специализировались фонды поглощенной компании, и наоборот. Таким образом, между двумя сторонами объединенной компании происходит обмен информацией и инвестиционными идеями.

Согласно работе Ивковича, Иноземцева и Симонова [Ivkovic, Inozemtsev, Simonov, 2016], полные продажи УК тесно связаны с фаворитизмом фондов внутри УК. Как уже отмечалось выше, при фаворитизме УК стремится дополнительно субсидировать доходно-

⁷ Согласно 2016 Investment Company Fact Book.

стью наиболее ценные для себя фонды. К таким фондам относятся «звездные» фонды и фонды с высоким размером комиссионных платежей. Однако стратегия продающей стороны резко меняется в течение последнего года перед продажей. Продающаяся УК начинает откачивать свои звездные фонды и накачивать свои самые отстающие по доходности фонды, тем самым избавляясь от «лимонов» [Akerlof, 1970]. Таким образом, доходность всех фондов выравнивается, они все становятся «средними по индустрии». Авторы показали, что за два года до сделки продающиеся УК с большей вероятностью обладали плохими фондами, однако непосредственно перед продажей они перестали отличаться от средней УК по индустрии. Помимо этого, продающаяся УК отличается малыми размерами по СЧА и продолжительным оттоком активов. Согласно результатам статьи, падение скорректированной на стиль и размер годовой доходности звездных фондов в течение последнего года составляет 2,76 п.п. В то же время в течение первого года после сделки доходность звездных фондов восстанавливается, а доходность «лимонов» резко падает, что говорит о том, что покупающая сторона вновь начинает программу по субсидированию звездных фондов.

Как видно из существующей литературы, вокруг сделок по продаже УК внутри УК происходят события, скрытые от глаз пайщиков. Разумеется, это приводит к недооценке рисков от инвестирования в подобные продукты.

4. Закрытие фондов внутри семьи

Вместе с ростом, развитием и консолидацией индустрии большое распространение получили и такие явления, как поглощение и ликвидация фондов внутри УК. В первом случае речь идет о прекращении существования паевого фонда, когда все его активы передаются в управление другого фонда из данной УК. Пайщики поглощаемого фонда автоматически становятся пайщиками поглощающего фонда. В случае с ликвидацией активы ликвидируемого фонда распродаются, и пайщикам возвращаются вырученные от реализации этих активов средства.

Поглощаемые внутри УК фонды характеризуются малыми размерами, высокими комиссионными платежами, низкой доходностью и продолжительным высоким оттоком активов как по сравнению с выжившими фондами, так и по сравнению с поглощающими их фондами [Иноземцев, Симонов, 2016; Jayaraman, Khorana, Nelling, 2002; Ding, 2006; Zhao, 2005; Shlanger, Phillips, 2013]. Исходя из этого, исследователи делают вывод о том, что поглощения фондов внутри УК проводятся с целью закрытия фондов с плохой историей доходности, что позволяет им «очищать» историю всей УК. В то же время УК склонны поглощать фонды, имеющие высокие комиссионные платежи, что объясняется стремлением к экономии от масштаба. В ходе этих сделок показатели доходности поглощающего фонда падают, однако по-прежнему остаются выше, чем у поглощенного фонда до момента сделки. Низкие показатели доходности объединенного фонда приводят к более высокому оттоку активов в последующие годы после сделки [Jayaraman, Khorana, Nelling, 2002; Ding, 2006]. Однако последующее падение в доходности поглощающего фонда может варьироваться, к примеру, в зависимости от частоты подобных сделок для поглощающей стороны. Фонды, которые реже других выступают поглощающей стороной, испытывают более высокое падение в доходности после поглощения по сравнению с часто поглощаю-

щими фондами [Boubakri, Karoui, Kooli, 2012]. Таким образом, сделка по поглощению фонда с точки зрения доходности положительно сказывается на пайщиках поглощенного фонда и отрицательно на пайщиках поглощающего фонда. Другим очевидным преимуществом пайщиков поглощенного фонда является уменьшение размера комиссионных платежей. Величина комиссии объединенного фонда в среднем не отличается от соответствующей величины поглощающего фонда до момента сделки, однако существенно ниже таковой у поглощенного фонда. Несмотря на то, что при подобных сделках со стороны УК может достигаться экономия от масштаба, в среднем изменение размера комиссионных платежей остается экономически незначимым [Jayaraman, Khorana, Nelling, 2002]. Последнее говорит о том, что потенциально полученная выгода от достижения экономии от масштаба полностью достается управляющей компании и почти никак не отражается на конечных потребителях.

Как видно из существующей литературы, в рамках слияния фондов внутри одной УК основными бенефициарами среди пайщиков являются пайщики поглощенного фонда, в то время как пайщики поглощающего фонда испытывают резкое падение в доходности в последующие годы после сделки. Несмотря на то, что подобные сделки почти всегда происходят с согласия большинства пайщиков [Jayaraman, Khorana, Nelling, 2002], пайщики поглощенного фонда могут подвергаться дополнительным рискам: изменению инвестиционного стиля, портфельных менеджеров, комиссионных платежей, налогообложения и прочего⁸. Подобные изменения могут привести к пересмотру пайщиками содержания своего инвестиционного портфеля ценных бумаг, включая продажу паев.

Ликвидируемые фонды, сильно уступая выжившим фондам, обладают схожими характеристиками с поглощенными фондами: малые размеры СЧА, низкая доходность и продолжительный высокий отток активов. Однако в отличие от поглощенных фондов, их размер СЧА и комиссионных платежей гораздо ниже, что делает их менее доходными для УК. Ликвидированные фонды обладают малым возрастом и более низкой доходностью по сравнению с поглощенными фондами, что приводит к более высокому оттоку активов в последний год жизни фонда [Иноземцев, Симонов, Горяев, 2016; Иноземцев, Симонов, 2016; Zhao, 2005; Shlanger, Phillips, 2013].

Ликвидация паевого фонда является во многом более рискованной альтернативой для пайщика по сравнению с поглощением фонда. Это связано с полным выходом из инвестиций. Напомню, что при ликвидации фонда все его активы распродаются и вырученные средства, за вычетом дополнительных комиссий, раздаются пайщикам. Здесь возникает сразу несколько дополнительных рисков. Во-первых, момент ликвидации и распродажи активов может совпасть с обвалом рынка. Во-вторых, неликвидная часть активов фонда может быть распродана с существенным дисконтом. В-третьих, ликвидация фонда может занять продолжительное время, в течение которого пайщики не смогут иметь доступа к собственным средствам. Наконец, с ликвидацией фонда могут быть связаны дополнительные издержки, связанные с наймом рыночных агентов, производящих ликвидацию фонда. Данные издержки также ложатся на плечи пайщиков [Иноземцев, Симонов, Горяев, 2016].

⁸ Статья в WSJ «Fund Investors Can Lose Out When Portfolios Are Merged» от 02.09.2009.

5. Российские реалии

О стратегиях российских управляющих компаний известно мало ввиду почти полного отсутствия исследований. Одной из работ является статья Иноземцева, Симонова и Горяева (2016), в которой авторы исследуют закрытие паевых фондов и УК в России. Интересной особенностью российской индустрии является тот факт, что в 70% случаев паевые фонды ликвидируются в связи с закрытием всей УК. Ликвидируемые УК являются молодыми, характеризуются малыми размерами активов под управлением, низкой относительной доходностью и высоким оттоком активов. В связи с высокими рисками инвестирования в потенциально ликвидируемые фонды авторы рекомендуют поглощать нежизнеспособные УК более стабильными игроками на рынке. Приобретенные таким образом фонды также следует сохранять либо сливать с другими фондами УК. Эти меры помогут консолидировать активы у крупных, финансово стабильных игроков, что позволит снизить риски текущих и потенциальных инвесторов.

Другим дополнительным риском для инвесторов может являться использование управляющей компанией стратегий кросс-субсидирования своих фондов. Согласно приведенному выше обзору, для этого могут быть использованы преференциальное распределение IPO и противоположные сделки. Возможности использования IPO в качестве механизма кросс-субсидирования российскими УК сильно ограничены. Во-первых, российские институциональные инвесторы имеют лишь ограниченный доступ к букингу IPO зарубежных эмитентов, наиболее «горячие» из которых достаются иностранным инвесторам. Во-вторых, согласно существующей научной литературе [Напольнов, 2010; Абрамов, 2012], средняя доходность IPO российских эмитентов в период с 1996 по 2010 г. составила всего 4,2%, что существенно ниже аналогичных показателей многих развитых стран (США в период 1960–2008 г. – 16,9%, Франция в 1983–2006 гг. – 10,2%, Великобритания в 1959–2008 гг. – 16,3%, Бразилия в 1979–2006 гг. – 48,7%)⁹. Общим тезисом приведенных выше статей является значительная переоцененность российских эмитентов во время букинга IPO, что не позволяет получить существенной выгоды от торгов первого дня. Это подтвердили и представители российской индустрии.

Наличие и частоту противоположных сделок в российской индустрии паевых фондов достаточно тяжело оценить ввиду отсутствия данных по торгам паевых фондов. Согласно российскому законодательству, паевые фонды одной УК имеют право продавать ценные бумаги друг другу, о чем свидетельствуют следующие выдержки из статьи 40 Федерального закона № 156-ФЗ от 29.11.2001¹⁰.

1. Управляющая компания, действуя в качестве доверительного управляющего активами акционерного инвестиционного фонда или активами паевого инвестиционного фонда либо осуществляя функции единоличного исполнительного органа акционерного инвестиционного фонда, не вправе совершать следующие сделки или давать поручения на совершение следующих сделок:

б) по приобретению имущества, находящегося у нее в доверительном управлении по иным договорам, и имущества, составляющего активы акционерного инвестиционного фонда, в котором управляющая компания выполняет функции едино-

⁹ Все данные взяты из статьи [Напольнов, 2010, с. 66].

¹⁰ См.: <http://www.consultant.ru/>

личного исполнительного органа, за исключением случаев, предусмотренных настоящей статьёй;

7) по отчуждению имущества, составляющего активы акционерного инвестиционного фонда или паевой инвестиционный фонд, в состав имущества, находящегося у нее в доверительном управлении по иным договорам, или в состав имущества, составляющего активы акционерного инвестиционного фонда, в котором управляющая компания выполняет функции единоличного исполнительного органа, за исключением случаев, предусмотренных настоящей статьёй.

4. Ограничения на совершение сделок, установленные подпунктами 6, 7, 9 и 10 пункта 1 настоящей статьи, не применяются, если:

1) сделки с ценными бумагами совершаются на организованных торгах на основе заявок на покупку (продажу) по наилучшим из указанных в них ценам при условии, что заявки адресованы всем участникам торгов и информация, позволяющая идентифицировать подавших заявки участников торгов, не раскрывается в ходе торгов другим участникам;

2) сделки совершаются с ценными бумагами, входящими в состав паевого инвестиционного фонда, инвестиционные паи которого могут быть обменены на инвестиционные паи другого фонда, в состав которого приобретаются указанные ценные бумаги.

Из законодательства следует, что противоположные сделки между фондами возможны либо при условии проведения их на бирже, либо напрямую между фондами, чьи паи могут быть конвертированы между собой. Конвертация паев открытых фондов не является редкостью. В частности, паи почти всех фондов акций и смешанных фондов УК Сбербанка могут быть конвертированы между собой на основании заявок на их обмен¹¹.

Таким образом, противоположные сделки в России могут совершаться фондами напрямую в рамках внебиржевых сделок. Данную информацию подтвердили профессиональные управляющие паевыми фондами. Потенциал противоположных сделок, как механизма для кросс-субсидирования, можно оценить по величине допустимого отклонения цены внебиржевых сделок от биржевой цены инструмента. Согласно информации, полученной от представителей индустрии, допустимое отклонение стоимости ценной бумаги, торгуемой на бирже, во внебиржевых сделках между паевыми фондами составляет $\pm 5\%$ от максимального дневного биржевого спреда ее рыночной цены. Под максимальным дневным биржевым спредом понимается диапазон цен от минимальной до максимальной за данный торговый день. Центральный депозитарий занимается мониторингом цен внебиржевых сделок.

Для проверки соответствия реальных сделок приведенному выше ограничению я воспользовался данными московской биржи по внебиржевым сделкам. На сайте московской биржи¹² можно найти информацию о внебиржевых сделках, предоставляемых участниками рынка: брокерами, дилерами, управляющими, акционерными инвестиционными фондами, управляющими компаниями инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов. Данные по сделкам предоставля-

¹¹ Из правил доверительного управления фондов УК Сбербанка, см.: <https://www.sberbank.ru/ru/person/investments/pif>

¹² См.: <http://moex.com/ru/expit/trades.aspx>

ются в агрегированном виде с указанием средней расчетной цены, объемов сделок за день и т.д. Агрегированные данные предоставляются отдельно по сделкам, отчет по которым был получен во время торговой сессии, и по сделкам, информация о которых поступила между сессиями. Ввиду того, что информация о заключенной сделке должна предоставляться в течение 1 часа после факта ее заключения¹³, я рассматриваю все сделки, независимо от того, когда поступила информация о сделке. Мной рассматриваются лишь сделки со сроком исполнения до 5 дней, на основании которых приобретаются не более 5% ценных бумаг эмитента.

Составил список из 15 самых ликвидных акций на российском фондовом рынке¹⁴, я воспользовался данными по биржевым торгам выбранных инструментов¹⁵. По каждому из инструментов были очищены данные по внебиржевым сделкам от очевидных выбросов и построена величина относительного отклонения цены внебиржевых сделок от максимального биржевого спреда за день, как доля от средней цены за день. Для случаев, когда цена внебиржевых сделок превосходит максимальную биржевую цену за день, формула выглядит следующим образом:

$$r_{dev}^{up} = \frac{(P_{otc} - P_{max})}{\frac{P_{max} + P_{min}}{2}}.$$

Для случаев, когда цена внебиржевых сделок меньше минимальной биржевой цены за день, формула выглядит следующим образом:

$$r_{dev}^{down} = \frac{(P_{min} - P_{otc})}{\frac{P_{max} + P_{min}}{2}},$$

где r_{dev}^{up} – отклонение цены внебиржевых сделок вверх; r_{dev}^{down} – отклонение цены внебиржевых сделок вниз; P_{otc} – средняя расчетная цена внебиржевых сделок; P_{max} – максимальная биржевая цена инструмента за торговую сессию и P_{min} – минимальная биржевая цена инструмента за торговую сессию. Полученная переменная была также очищена от выбросов на уровне 1-ой и 99-ой перцентилей.

В табл. 1 представлена общая описательная статистика обоих видов отклонений цены внебиржевых сделок для рассматриваемых инструментов. Как видно из таблицы, акции различаются как по частоте отклонений, так и по ее величине. Безусловная вероятность отклонения цены внебиржевых сделок по обыкновенным акциям Россети составляет всего 3%, тогда как максимальное значение достигается для акций ВТБ – 57%. Медианное значение отклонений варьируется в диапазоне [0,42%, 7,52%] в зависимости

¹³ Положение о предоставлении информации о заключении сделок: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_64648/

¹⁴ Уровень ликвидности согласно источнику: <http://stocks.investfunds.ru/stocks/>

¹⁵ Данные взяты с сайта <http://www.finanz.ru>

от инструмента, среднее значение – в диапазоне [1,02%, 6,90%]. Лишь два инструмента имеют среднее отклонение выше 5% – максимально допустимое центральным депозитарием. Это обыкновенные акции ВТБ и Новолипецкого металлургического комбината (НМК), 6,90% и 6,58% соответственно.

Таблица 1.

Описательная статистика отклонения цены внебиржевых сделок от максимального дневного биржевого спреда по всем высоколиквидным акциям российских эмитентов (оба вида отклонений рассматриваются вместе)

Компания	Тиккер	Медиана, %	Среднее, %	Количество наблюдений	Частота отклонений, %	Количество наблюдений с ОТС
ВТБ, АО	VTBR	7,52	6,90	1917	57	3335
Газпром, АО	GAZP	0,82	1,96	660	16	4123
ГМК Норильский никель, АО	GMKN	1,51	2,29	600	17	3621
ИНТЕР РАО, АО	IRAO	1,26	1,77	81	10	782
Лукойл, АО	LKOH	0,77	1,61	497	14	3640
Магнит, АО	MGNT	0,42	1,03	284	10	2780
Мечел, АО	MTLR	0,85	2,02	131	6	2226
Московская Биржа, АО	MOEX	0,43	1,02	167	13	1295
Новолипецкий металлургический комбинат, АО	NLMK	5,38	6,58	819	27	3019
Роснефть, АО	ROSN	1,12	1,74	434	11	3845
Россети, АО	RSTI	0,70	2,10	31	3	1057
РусГидро, АО	HYDR	0,70	2,12	425	14	3110
Сбербанк России, АО	SBER	0,90	2,87	473	12	4029
Сургутнефтегаз, АП	SNGSP	0,84	1,53	779	21	3715
ФСК ЕЭС, АО	FEES	1,55	2,48	651	18	3554

В табл. 2 приведена описательная статистика отдельно для случаев отклонения цены выше максимальной (отклонение вверх) и ниже минимальной (отклонение вниз) биржевой цены за день. Полученные результаты свидетельствуют о том, что распределение отклонений вверх и вниз варьируется от инструмента к инструменту. Так, вышеупомянутые акции ВТБ склонны чаще отклоняться вверх, в то время как акции НМК – вниз. Медианное и среднее отклонения вверх акций ВТБ составляет 7,59% и 7,22% соответственно, что существенно превышает пороговое значение в 5%. Аналогичные показатели

для акций НМК составляют 5,87% и 6,97% соответственно. Интересно отметить, что для некоторых инструментов величина отклонения вверх существенно отличается от величины отклонения вниз.

Рассматриваемые мною внебиржевые сделки имеют срок исполнения до 5 дней. В периоды высокой волатильности рынка участники могут пытаться учесть эту волатильность в цене торгуемого инструмента. Последнее может частично или полностью объяснить величину отклонения цены внебиржевых сделок от рыночной. Для проверки этого утверждения для каждой акции была построена мера рыночного риска бумаги, как стандартное отклонение доходности на месячном скользящем окне. Были использованы дневные данные по биржевой доходности.

Таблица 2.

Описательная статистика отклонения цены внебиржевых сделок от максимального дневного биржевого спреда для случаев отклонения цены выше максимальной (отклонение вверх) и ниже минимальной (отклонение вниз) биржевой цены за день по всем высоколиквидным акциям российских эмитентов

Компания	Тиккер	Отклонение вверх			Отклонение вниз			Количество наблюдений с ОТС
		медиа-на, %	среднее, %	N	медиа-на, %	среднее, %	N	
ВТБ, АО	VTBR	7,59	7,22	1801	0,65	1,94	116	3335
Газпром, АО	GAZP	0,55	4,95	66	0,87	1,63	594	4123
ГМК Норильский никель, АО	GMKN	0,48	1,22	86	1,72	2,47	514	3,621
ИНТЕР РАО, АО	IRAO	1,07	1,26	28	1,29	2,04	53	782
Лукойл, АО	LKOH	0,50	0,76	118	0,99	1,88	379	3640
Магнит, АО	MGNT	0,43	0,87	101	0,42	1,12	183	2780
Мечел, АО	MTLR	0,96	1,24	50	0,80	2,50	81	2226
Московская Биржа, АО	MOEX	0,41	1,05	84	0,44	0,98	83	1295
Новолипецкий металлургический комбинат, АО	NLMK	1,95	2,92	82	5,87	6,97	738	3019
Роснефть, АО	ROSN	1,16	1,40	170	1,10	1,96	264	3845
Россети, АО	RSTI	0,64	2,18	8	0,82	2,07	23	1057
РусГидро, АО	HYDR	0,64	1,37	187	0,81	2,71	238	3110
Сбербанк России, АО	SBER	0,40	3,32	96	1,14	2,75	377	4029
Сургутнефтегаз, АО	SNGSP	1,03	1,59	423	0,60	1,44	356	3715
ФСК ЕЭС, АО	FEES	1,73	2,17	348	1,40	2,83	303	3554

В табл. 3 приведен сравнительный анализ рыночного риска по каждому из инструментов для дней, когда цена внебиржевых сделок отклонялась от биржевого спреда, и дней, когда отклонений не было. Гипотеза о равенстве средних значений риска тестируется, используя t-test. Для семи из пятнадцати рассматриваемых инструментов средние уровни рыночного риска в дни отклонения внебиржевой цены статистически значимо отличаются от рыночного риска при отсутствии отклонений на пятипроцентном уровне значимости. Уровень рыночного риска выше в дни отклонения для следующих инструментов: акции ВТБ, Лукойла и Сургутнефтегаза. Последнее может свидетельствовать о том, что участники рынка учитывают текущую чрезмерную волатильность инструмента при формировании цены внебиржевых сделок. В то же время средний рыночный риск акций Газпрома, ГМК Норильского никеля, Роснефти и ФСК ЕЭС в дни отклонения статистически значимо ниже. Это говорит о том, что варьирование рыночного риска не может объяснить формирование цены внебиржевых сделок по этим инструментам. В частности, для акций НМК, по которым внебиржевые сделки в среднем отклоняются на 6,58% от биржевого спреда, я не смог выявить различий в среднем уровне рыночного риска.

Таблица 3.

**Анализ влияния рыночного риска на наличие
и величину отклонения цены внебиржевых сделок**

Компания	Тиккер	Разница рыночного риска, %	Разница рыночного риска, P-value t-test	Корреляция отклонения и рыночного риска	Количество наблюдений	Количество наблюдений с ОТС
ВТБ, АО	VTBR	0,38	0,00	0,10	1917	3335
Газпром, АО	GAZP	-0,21	0,00	0,06	660	4123
ГМК Норильский никель, АО	GMKN	-0,11	0,00	0,02	600	3621
ИНТЕР РАО, АО	IRAO	0,17	0,08	-0,05	81	782
Лукойл, АО	LKOH	0,05	0,04	0,13	497	3640
Магнит, АО	MGNT	0,07	0,08	0,21	284	2780
Мечел, АО	MTLR	-0,27	0,24	0,31	131	2226
Московская Биржа, АО	MOEX	0,00	0,93	0,11	167	1295
Новолипецкий металлургический комбинат, АО	NLMK	0,01	0,85	-0,19	819	3019
Роснефть, АО	ROSN	-0,14	0,00	-0,06	434	3845
Россети, АО	RSTI	0,40	0,08	0,26	31	1057
РусГидро, АО	HYDR	0,08	0,05	-0,07	425	3110
Сбербанк России, АО	SBER	0,03	0,45	0,04	473	4029
Сургутнефтегаз, АП	SNGSP	0,59	0,00	0,01	779	3715
ФСК ЕЭС, АО	FEES	-0,12	0,01	-0,08	651	3554

Приведенный выше анализ свидетельствует о том, что варьирование рыночного риска не позволяет мне объяснить наличие отклонения внебиржевой цены для многих инструментов. Следующим шагом стало исследование связи величины отклонения внебиржевой цены и рыночного риска. Для этого по каждому из инструментов была посчитана корреляция отклонения цены внебиржевых сделок и величины рыночного риска, условно на наличие отклонения внебиржевой цены инструмента от биржевого спреда. Если рыночный риск является существенным фактором при формировании цены внебиржевых сделок, то следует ожидать наличие положительной корреляции между этими величинами. Результаты представлены в табл. 3. Полученная корреляция варьируется в диапазоне $[-0,19, 0,31]$, при этом для большинства инструментов корреляция близка к нулю.

Данное эмпирическое исследование имеет важное ограничение: рассматриваются торги всех институциональных инвесторов. К сожалению, ввиду особенности данных, у меня нет возможности отделить торги управляющих компаний от сделок остальных институциональных игроков. В то же время полученные результаты говорят о необходимости дальнейшего исследования наличия кросс-субсидирования в России с использованием более аккуратных данных и методологий.

Резюмируя полученные результаты, можно сказать, что цена внебиржевых сделок может существенно отличаться от биржевой цены инструмента. При этом отклонение цены по некоторым высоколиквидным инструментам может существенно превосходить пороговое значение в 5%. Наличие отклонения цены биржевых сделок слабо объясняется варьированием величины рыночного риска инструмента, в то время как величина отклонения и вовсе ею не объясняется. Таким образом, внебиржевые сделки в России потенциально могут быть использованы для совершения противоположных сделок между паевыми фондами одной управляющей компании с целью кросс-субсидирования наиболее значимых для УК фондов. Вопрос ценообразования внебиржевых сделок остается открытым.

Дискуссия

В настоящей обзорной статье был рассмотрен ряд стратегических решений управляющих компаний¹⁶, большая часть из которых направлена на увеличение стоимости активов под управлением. Сюда относятся: ценовая конкуренция, изменение имен фондов, инкубация фондов, фаворитизм, слияния и поглощения управляющих компаний и их частей. Среди прочих стратегий обсуждались поглощение и ликвидация фондов внутри УК, применяемых для очищения истории доходности управляющей компании и достижения экономии от масштаба. Был также приведен список работ, исследующих доходность инвестирования в паевые фонды, приток чистых активов и взаимосвязь этих величин.

Данная статья преследует две цели. Первой целью является предупреждение пайщиков и потенциальных инвесторов о дополнительных рисках инвестирования в паевые фонды. Многие потенциальные инвесторы, принимая решение об инвестировании, могут руководствоваться лишь основными характеристиками фондов и управляющих компа-

¹⁶ Данная статья ни в коем случае не претендует на полный обзор всех имеющихся научных публикаций на тему стратегий управляющих компаний, равно как и на полный обзор практически реализуемых стратегий.

ний. Однако, помимо очевидных рисков, инвестирование в паевые фонды подразумевает множество дополнительных, навязанных управляющими компаниями ввиду принимаемых ими стратегических решений. Пайщики всегда должны помнить о том, что управляющая компания играет в свою игру, ее интересы в которой могут сильно отличаться от интересов пайщиков.

Большинство из рассмотренных в данной статье стратегий имеют прямые отрицательные экстерналии для инвесторов. Инкубированные звездные фонды привлекают инвесторов, которые, основываясь на прошлых успехах фонда, надеются на талант и профессионализм менеджеров этих фондов. Однако вскоре становится ясно, что эти фонды ничем не лучше других. Стратегию фаворитизма фондов можно назвать еще более бесчестной. В рамках данной стратегии происходит перетекание доходности от наименее значимых фондов к наиболее значимым фондам для УК. Безусловно, в данном случае есть выигрывающая (пайщики кросс-субсидируемых фондов) и проигрывающая (пайщики откачиваемых фондов) стороны. Так ли очевидно для потенциальных инвесторов, на какой стороне они окажутся? Те же рассуждения относятся к поглощениям УК и закрытию фондов внутри одной УК. Эти и другие рассмотренные в настоящей статье стратегии подразумевают наличие дополнительных, скрытых рисков инвестирования в паевые фонды.

На основе представленных статей можно выделить ряд практических рекомендаций для инвесторов паевых фондов. Во-первых, следует с осторожностью относиться к новым фондам со звездной доходностью. Эти фонды могут быть инкубированы и, как следствие, их будущая доходность и размер комиссионных платежей могут не соответствовать их прошлым достижениям. Во-вторых, следует обращать внимание на наличие звездных фондов внутри УК. Это может свидетельствовать о применении управляющей компанией стратегии фаворитизма. Последнее говорит о том, что при инвестировании в фонды этой УК следует избегать фонды с низкой доходностью, а также дешевые с точки зрения комиссионных платежей. Согласно исследованиям, именно за счет этих фондов происходит кросс-субсидирование звездных и дорогих фондов семьи. В-третьих, следует избегать управляющих компаний, которые потенциально могут быть проданы. Они характеризуются малыми размерами активов под управлением и продолжительным оттоком активов. С одной стороны, продающиеся УК резко меняют стратегию фаворитизма перед фактом продажи, накачивая отстающие фонды за счет звездных. Тем самым инвестор рискует оказаться на стороне откачиваемого фонда. С другой стороны, доходность проданных фондов существенно падает в последующие годы после сделки. В-четвертых, необходимо избегать УК, которые потенциально могут быть ликвидированы. Они отличаются малым возрастом, малым размером активов под управлением, низкой доходностью и высоким оттоком активов. Наконец, в-пятых, следует избегать те фонды, которые могут быть закрыты, как путем поглощения, так и путем ликвидации. В обоих этих случаях пайщики берут на себя дополнительные риски, которые могут привести к полному пересмотру инвестиционного портфеля.

Наличие фаворитизма в российской индустрии паевых фондов остается открытым. Если использование IPO в качестве механизма фаворитизма в России сильно ограничено, то, как было показано в статье, относительно противоположных сделок ответ не столь очевиден. Согласно российскому законодательству, противоположные сделки могут совершаться либо на бирже, либо в рамках внебиржевой сделки при условии конвертируемости паев фондов между собой. На практике это ограничение является формальностью,

так как фонды крупнейших УК страны его обходят, прописав соответствующие пункты в правилах фонда. Согласно анализу торгов всех институциональных инвесторов, цена внебиржевых сделок может существенно отличаться от биржевой цены инструмента сделки. Наличие отклонения цены слабо объясняется вариативностью рыночного риска инструмента, в то время как величина отклонения и вовсе ею не объясняется. Это говорит о том, что внебиржевые сделки в России потенциально могут быть использованы управляющими компаниями как механизм кросс-субсидирования доходности из одного паевого фонда в другой.

Второй целью данной статьи является консолидация для регулирующих органов научно обоснованных фактов об особенностях функционирования и стратегического развития УК. Это поможет привлечь большее внимание регулятора к проблемам индустрии во всем мире и, в частности, к недостаткам российского рынка паевых фондов. Недопущение или ограничение возможностей применения многих из обсужденных стратегий позволит защитить интересы потенциальных инвесторов, оградить их от труднооцениваемых рисков и сделать инвестирование более прозрачным.

Российская индустрия паевых фондов сильно отстает в своем развитии, как на фоне развитых стран, так и на фоне развивающихся [Иноземцев, Симонов, Горяев, 2016]. Перед ней сейчас стоят серьезные вопросы развития и популяризации своих продуктов, решение которых, как хотелось бы верить, поможет развить фондовый рынок России. Однако рост и развитие будут невозможны или затруднены без решения вопросов, связанных с защитой интересов инвесторов. Без должной защиты интересов не будет доверия. Без доверия не будет и инвесторов.

* *

*

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Абрамов А.Е. Проблемы IPO-SPO российских компаний // Экономическое развитие России. 2012. Т. 19. № 11.

Иноземцев Э.В., Симонов А.Ю. Закрытие паевых фондов внутри управляющей компании // Экономический журнал ВШЭ. 2016. Т. 20. № 2. С. 311–336.

Иноземцев Э.В., Симонов А.Ю., Горяев А.П. Закрытие паевых фондов в России // Экономический журнал ВШЭ. 2016. Т. 20. № 1. С. 129–155.

Напольнов А.В. Краткосрочная и среднесрочная доходность первичных публичных размещений акций российских компаний // Финансы и кредит. 2010. Т. 16. Вып. 45.

Akerlof G.A. The Market for «Lemons»: Quality Uncertainty and the Market Mechanism // The Quarterly Journal of Economics. 1970. Vol. 84. № 3. P. 488–500.

Berk J.B., Green R.C. Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets // Journal of Political Economy. 2004. Vol. 112. № 6.

Berk J.B., van Binsberger J.H. Measuring Managerial Skill in the Mutual Fund Industry: NBER Working Paper Series. 2012.

Boubakri N., Karoui A., Kooli M. Performance and Survival of Mutual Fund Mergers: Evidence from Frequent and Infrequent Acquirers // SSRN Electronic Journal. 2012.

- Chevalier J., Ellison G.* Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives // The Journal of Political Economy. 1997. Vol. 105. № 6. P. 1167–1200.
- Chevalier J., Ellison G.* Career Concerns of Mutual Fund Managers // The Quarterly Journal of Economics. 1999. № 114. P. 389–432.
- Cohen R.B., Polk C., Silli B.* Best Ideas: Working Paper. 2010.
- Cooper M.J., Gulen H., Rau P.R.* Changing Names with Style: Mutual Fund Name Changes and Their Effects on Fund Flows // The Journal of Finance. 2005. Vol. LX. № 6.
- Ding B.* Mutual fund Mergers: A Long-term Analysis: Working Paper. 2006.
- Eisele A., Nefedova T., Parise G.* Are Star Funds Really Shining? Cross-trading and Performance Shifting in Mutual Fund Families: Swiss Finance Institute Research Paper № 13–19. 2016.
- Evans R.B.* Mutual Fund Incubation // The Journal of Finance. 2010. Vol. 65. Iss. 4. P. 1581–1611.
- Fama E.F., French K.R.* Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns // The Journal of Finance. 2010. Vol. LXV. № 5.
- Gaspar J.M., Massa M., Matos P.* Favoritism in Mutual Fund Families? Evidence on Strategic Cross-Fund Subsidization // The Journal of Finance. 2006. Vol. LXI. № 1.
- Gil-Bazo J., Ruiz-Verdú P.* When Cheaper Is Better: Fee Determination in the Market for Equity Mutual Funds // Journal of Economic Behavior & Organization. 2008. Vol. 67. Iss. 3–4. P. 871–885.
- Huang J., Sialm C., Zhang H.* Risk Shifting and Mutual Fund Performance // The Review of Financial Studies. 2011.
- Ivkovic Z., Inozemtsev E., Simonov A.* Groomed for Sale: Working Paper. 2016.
- Ivkovic Z., Weisbenner S.* Individual Investors Mutual fund Flows // Journal of Financial Economics. 2009. № 92. P. 223–237.
- Jayaraman N., Khorana A., Nelling E.* An Analysis of the Determinants and Shareholder Wealth Effects of Mutual fund Mergers // Journal of Finance. 2002. 57. P. 1215–1542.
- Keswani A., Miguel A.M., Ramos S.B.* Mutual Fund Size versus Fees: When big Boys Become Bad Boys: FMA-2016 Working Paper. 2016.
- Khorana A., Servaes H.* What Drives Market Share in the Mutual Fund Industry? // Review of Finance. 2012. Vol. 16. Iss. 1. P. 81–113.
- Luo J., Qiao Z.* Understanding Mutual Fund Families' Acquisitions of Fund Sponsorships: Working Paper. 2012.
- Luo M., Manconi A., Schumacher D.* Are Investors for Sale? Evidence from Financial Mergers: Working Paper. 2016.
- Malkiel B.G.* Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991 // Journal of Finance. 1995. Vol. 50. Iss. 2. P. 549–572.
- Nanda V., Wang Z.J., Zheng L.* Family Values and the Star Phenomenon: Strategies of Mutual Fund Families // Review of Financial Studies. 2004. Vol. 17. Iss. 3. P. 667–698.
- Ritter Jay, Ivo Welch* A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations // Journal of Finance. 2002. 57. P. 1795–1828.
- Shlanger T., Phillips C.B.* The Mutual Fund Graveyard: An Analysis of Dead Funds: Vanguard Research Series. 2013.
- Wang P.* Portfolio Pumping in Mutual Fund Families: Working Paper. 2017.
- Zhao X.* Exit Decision in the U.S. Mutual fund Industry // Journal of Business. 2005. 78. P. 1365–1401.

Backstage Games of Management Companies

Eduard Inozemtsev

Gaidar Institute for Economic Policy,
3–5, Gazetny lane., Moscow, 125009, Russian Federation.
E-mail: einozemtsev@nes.ru

This paper provides a literature review on different strategies of mutual fund management companies. Most of the considered strategies are used to increase total net assets under management. These include: fee competition, changing fund names, fund incubation, favoritism, mergers and acquisitions of management companies and their parts. There are two main goals of this article. The first one is a warning of potential investors about additional risks of investing in mutual funds. The second goal is a consolidation of different scientific facts for the regulator about peculiarities of management company's strategic development. Restricting or prohibiting the most of the considered strategies will help to protect the interests of investors and make investing more transparent in terms of risks.

I also examine the possibility of employing the favoritism strategies in Russia. In summary, this question is remained open. On the one hand, possibility of employing IPO allocation strategy is restricted. On the other hand, presence of opposite trades is possible. According to legislation, the opposite trades in Russia can be done either on stock exchange or as an OTC deal. In the latter case a convertibility of shares of two funds is the only restriction. According to the results, OTC deal price can strongly deviate from stock exchange price of an instrument. The presence of this deviation can be weakly explained by variation of market risk, but I was not able to find any relation between the size of deviation and the market risk. This means that OTC deals can be used as a mechanism of cross-subsidization in Russia.

Key words: mutual funds; management company strategies; favoritism; OTC.

JEL Classification: G23, G30, G34.

* *
*

References

- Abramov A.E. (2012) Problemy IPO-SPO rossijskih kompanij [The Problems of IPO and SPO of Russian Companies]. *Russian Economic Developments*, 19, 11.
- Inozemtsev E., Simonov A. (2016) Zakrytie paevyh fondov vnutri upravljajuwej kompanii [Closing of Mutual Funds within Management Company]. *HSE Economic Journal*, 20, 2, pp. 311–336.
- Inozemtsev E., Simonov A., Gorjaev A. (2016) Zakrytie paevyh fondov v Rossii [Closing of Mutual Funds in Russia]. *HSE Economic Journal*, 20, 1, pp. 129–155.
- Napolnov A. (2010) Kratkosrochnaya i srednesrochnaya dohodnost pervichnyh publicnyh razmeshchenij akcij rossijskih kompanij [Short-term and Medium-term Returns of Initial Public Offerings of Russian Companies' Shares]. *Finance and Credit*, 16, 45.

- Akerlof G.A. (1970) The Market for «Lemons»: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84, 3, pp. 488–500.
- Berk J.B., Green R.C. (2004) Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets. *Journal of Political Economy*, 112, 6.
- Berk J.B., van Binsberger J.H. (2012) *Measuring Managerial Skill in the Mutual Fund Industry*. NBER Working Paper Series.
- Boubakri N., Karoui A., Kooli M. (2012) Performance and Survival of Mutual Fund Mergers: Evidence from Frequent and Infrequent Acquirers. *SSRN Electronic Journal*.
- Chevalier J., Ellison G. (1997) Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives. *The Journal of Political Economy*, 105, 6, pp. 1167–1200.
- Chevalier J., Ellison G. (1999) Career Concerns of Mutual Fund Managers. *The Quarterly Journal of Economics*, 114, pp. 389–432.
- Cohen R.B., Polk C., Silli B. (2010) *Best Ideas*. Working Paper.
- Cooper M.J., Gulen H., Rau P.R. (2005) Changing Names with Style: Mutual Fund Name Changes and Their Effects on Fund Flows. *The Journal of Finance*, LX, 6.
- Ding B. (2006) *Mutual fund Mergers: A Long-term Analysis*. Working Paper.
- Eisele A., Nefedova T., Parise G. (2016) *Are Star Funds Really Shining? Cross-trading and Performance Shifting in Mutual Fund Families*. Swiss Finance Institute Research Paper no 13–19.
- Evans R.B. (2010) Mutual Fund Incubation. *The Journal of Finance*, 65, 4, pp. 1581–1611.
- Fama E.F., French K.R. (2010) Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns. *The Journal of Finance*, LXV, 5.
- Gaspar J.M., Massa M., Matos P. (2006) Favoritism in Mutual Fund Families? Evidence on Strategic Cross-Fund Subsidization. *The Journal of Finance*, LXI, 1.
- Gil-Bazo J., Ruiz-Verdú P. (2008) When Cheaper Is Better: Fee Determination in the Market for Equity Mutual Funds. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 67, 3–4, pp. 871–885.
- Huang J., Sialm C., Zhang H. (2011) Risk Shifting and Mutual Fund Performance. *The Review of Financial Studies*.
- Ivkovic Z., Inozemtsev E., Simonov A. (2016) *Groomed for Sale*. Working Paper.
- Ivkovic Z., Weisbenner S. (2009) Individual Investors Mutual fund Flows. *Journal of Financial Economics*, 92, pp. 223–237.
- Jayaraman N., Khorana A., Nelling E. (2002) An Analysis of the Determinants and Shareholder Wealth Effects of Mutual fund Mergers. *Journal of Finance*, 57, pp. 1215–1542.
- Keswani A., Miguel A.M., Ramos S.B. (2016) *Mutual Fund Size versus Fees: When big Boys Become Bad Boys*. FMA-2016 Working Paper.
- Khorana A., Servaes H. (2012) What Drives Market Share in the Mutual Fund Industry? *Review of Finance*, 16, 1, pp. 81–113.
- Luo J., Qiao Z. (2012) *Understanding Mutual Fund Families' Acquisitions of Fund Sponsorships*. Working Paper.
- Luo M., Manconi A., Schumacher D. (2016) *Are Investors for Sale? Evidence from Financial Mergers*. Working Paper.
- Malkiel B.G. (1995) Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991. *Journal of Finance*, 50, 2, pp. 549–572.
- Nanda V., Wang Z.J., Zheng L. (2004) Family Values and the Star Phenomenon: Strategies of Mutual Fund Families. *Review of Financial Studies*, 17, 3, pp. 667–698.
- Ritter Jay, Ivo Welch (2002) A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *Journal of Finance*, 57, pp. 1795–1828.
- Shlanger T., Phillips C.B. (2013) *The Mutual Fund Graveyard: An Analysis of Dead Funds*. Vanguard Research Series.
- Wang P. (2017) *Portfolio Pumping in Mutual Fund Families*. Working Paper.
- Zhao X. (2005) Exit Decision in the U.S. Mutual fund Industry. *Journal of Business*, 78, pp. 1365–1401.