

## **Особенности организации инвестиционных процессов у разных типов институциональных инвесторов**

*Пластун Вячеслав Леонидович*

*Государственное высшее учебное заведение «Украинская академия  
банковского дела Национального банка Украины», г. Сумы*

С точки зрения экономической эффективности деятельность институциональных инвесторов оценивается в позиции того, какое соотношение доходность / риск они предлагают инвесторам по сравнению с альтернативными способами вложения капитала. Но проблема заключается не столько в максимизации доходности, сколько в согласовании инвестиционных целей с теми обязательствами, которые существуют у таких финансовых посредников. Поэтому соотношение доходность / риск может существенно отличаться у отдельно взятого типа институциональных инвесторов и даже среди однотипных учреждений. Более того, это соотношение существенно зависит от самого размещения активов и выбора ценных бумаг для инвестирования, что в свою очередь влияет на рынки капитала. Такое влияние очевидно из того, что в отличие от индивидуальных инвесторов, институциональные инвесторы формируют диверсифицированные портфели. К тому же природа их обязательств позволяет осуществлять инвестирование в долгосрочные активы и держать лишь незначительную часть в ликвидной форме.

Итак, базовая цель институциональных инвесторов состоит в достижении оптимального соотношения доходность / риск путем размещения привлеченных средств в диверсифицированный портфель активов. Условием такого оптимального соотношения является попадание сформированного портфеля в границу эффективных портфелей, т.е. таких, которые не позволяют увеличить доходность без роста уровня риска, или уменьшения риска без уменьшения доходности. Любой портфель, не соответствующий указанным условиям, не может считаться оптимальным и эффективным. Каким должно быть соотношение доходность / риск определяется целями инвестирования, предпочтениями и ограничениями инвестора.

В своей основе управления активами институциональными инвесторами сталкивается с теми же проблемами в процессе инвестирования, что и другие экономические агенты – домохозяйства, хозяйствующие субъекты, банковские учреждения или правительство. Главное отличие состоит в том, что последние действуют преимущественно от собственного имени, в то время как институциональные инвесторы предоставляют профессиональные услуги по управлению активами от имени клиентов. Такое распределение функций требует налаживания соответствующих взаимосвязей и контроля между сторонами для того, чтобы обеспечить приемлемый результат для всех участников.

У институциональных инвесторов существуют общие черты, которые определяют схожий подход к стратегии их деятельности. Во-первых, это цели и ограничения инвестирования. Институциональные инвесторы определяют

целевые ориентиры, которые могут заключаться в максимизации роста капитала, максимизации роста дохода, минимизации инвестиционных рисков, обеспечении необходимой ликвидности сформированного портфеля. Очевидно, что данные альтернативы могут сочетаться только в ограниченном объеме. Например, рост рыночной стоимости капитала связан со снижением текущего дохода портфеля, а наращивание доходности приводит к повышенной рискованности инвестиций. Достижение необходимого уровня ликвидности будет требовать исключения активов, обеспечивающих рост капитальной стоимости или получение высокого дохода. Поэтому альтернативность указанных целей требует четкого определения приоритетов и балансировки целевых ориентиров в рамках инвестиционной политики. Это обуславливает многообразие типов инвестиционных портфелей, которые характеризуются определенным соотношением между доходностью и риском.

Что касается портфельных ограничений, то они могут включать такие компоненты как ликвидность, инвестиционный горизонт, инфляционные ожидания, налоги, особенности ведения бухгалтерского учета, а также специфические потребности или индивидуальные особенности, присущие различным типам институциональных инвесторов. Некоторые из перечисленных факторов напрямую связаны с природой их обязательств. Например, ограничения по ликвидности необходимы для того чтобы была возможность покрыть текущие расходы, связанные с основной деятельностью и существованием институционального инвестора как юридического лица. Инвестиционный горизонт связан с запланированной датой окончания процесса инвестирования (например, окончание пенсионного контракта), а инфляционные ожидания требуют инвестировать в активы, позволяющие защитить инвестиции от ее влияния (ценные бумаги, привязанные к рыночному индексу, или недвижимость).

Очень часто инвестиционные портфели институциональных инвесторов структурно ограничены со стороны регулирующих органов. Это может быть запрет вложения средств в определенные группы активов, количественные ограничения, которые не позволяют достичь желаемых целевых ориентиров и сформировать эффективный портфель. К тому же могут существовать и ограничения на обязательства, такие как индексация выплат или минимальные требования к платежеспособности, которые также влияют на размещение активов.

Что касается налоговых ограничений, то они также влияют на то, какие именно активы предпочесть, чтобы уменьшить общее налоговое бремя. К тому же, деятельность отдельных типов институциональных инвесторов может иметь преференции по налогообложению. В свою очередь правила ведения бухгалтерского учета влияют на порядок проведения стоимостной оценки сформированного портфеля, что может быть проблемным с отдельными видами неликвидных активов (ссуды, недвижимость, произведения искусства и т.д.).

После того, как эти ограничения приняты во внимание, разрабатываются и внедряются инвестиционные стратегии. Приоритетным решением является выбор категорий активов, которые будут включены в портфель. Обычно это

инструменты денежного рынка, акции, облигации, недвижимость, займы, иностранные активы. Для определения ожидаемой нормы доходности выбранных активов, осуществляется мониторинг рынка, учитываются исторические данные ценовых изменений, принимаются во внимание макроэкономические переменные и экономические прогнозы. Эффективное соотношение между риском и доходностью может быть определено на основе вероятности распределения доходности за период инвестирования. Оптимальный портфель будет сформирован при условии включения всех существующих ограничений. При этом изменение отдельных показателей, влияющих на портфель, обязательно приводит к соответствующим изменениям и в структуре портфеля.

Также необходимо принимать во внимание, что сформированный портфель должен включать стратегические компоненты (т.е. активы, вложения в которые рассчитаны на долгосрочную перспективу) и тактические компоненты (т.е. активы, используемые для текущих корректировок структуры портфеля при изменении ключевых факторов и показателей).

Природа обязательств институциональных инвесторов в большинстве случаев является ключевым аспектом в понимании того, как отличаются их стратегические цели и структура сформированных портфелей. Следует учитывать, что обязательства различаются в зависимости от точности определения их сумм и времени выполнения. Соответственно могут существовать обязательства с заранее известными суммами и временем их выплат (например, банковские депозиты), известными суммами, но неопределенным временем (как правило, это договора страхования жизни), неопределенностью сумм, но известным временем (обязательства с плавающей ставкой) и, что встречается чаще всего, когда оба компонента являются неопределенными. Примерами последних выступают обязательства негосударственных пенсионных фондов, инвестиционных фондов, страховых компаний.

Исходя из этих соображений, институциональный инвестор должен учесть ряд альтернативных подходов к размещению активов. Во-первых, это стратегия иммунизации, которая заключается в стабилизации объема инвестиций, вложенных в безрисковые активы. Это осуществляется для исключения процентного риска. Также в рамках этой стратегии осуществляется балансировка денежных потоков, которые генерируют активы, с денежными потоками по обязательствам институциональных инвесторов по времени их возникновения, что позволяет устранить риски ликвидности и платежеспособности.

Во-вторых, это стратегия портфельного страхования или защиты от падения его рыночной стоимости с целью выполнения минимальных требований платежеспособности, которые устанавливаются для пенсионных фондов и страховых компаний. В этом случае инвестирование осуществляется в активы, которые не будут существенно дешеветь, например, путем перераспределения структуры портфеля с акций на государственные облигации, которые обеспечат минимальный, но стабильный доход. В рамках этой стратегии также возможно

использование производных финансовых инструментов – опционов или фьючерсов, позволяющие установить определенную границу, ниже которой стоимость портфеля не снизится.

В-третьих, важным элементом является использование стратегии совпадения таких характеристик активов и обязательств как доходность, риск и срок погашения / исполнения. Например, целесообразно отдавать предпочтение акциям в том случае, когда обязательства растут теми же темпами, что и реальная заработная плата, что типично для НПФ. Облигации для этого не являются хорошей альтернативой, хотя они выгодны НПФ в случае обеспечения аннуитетных выплат.

Наконец, следует определить, насколько активно управлять портфелем. Концепция пассивного менеджмента базируется на предположении, что рыночные цены на активы близки к их справедливому, фактическому уровню, то есть фактически институциональный инвестор принимает положения гипотезы эффективного рынка. При этом не тратятся время и денежные средства на попытки найти недооцененные ценные бумаги с очень привлекательным соотношением доходность / риск и формируется высоко диверсифицированный портфель исходя из присущему инвестору отношению к риску. Примерами таких портфелей являются индексные фонды, которые включают абсолютно все ценные бумаги выбранного индекса в той же пропорции, в которой они представлены в фондовом индексе. Доходность такого портфеля будет полностью соответствовать доходности рыночного индекса.

Активный менеджмент, наоборот, сконцентрирован на поиске и покупке недооцененных активов, исходя из предположения, что рынок не является эффективным и не вся релевантная информация отображается в ценах. Такой подход включает оценку отдельных отраслей и компаний с составлением соответствующих отчетов и аналитических записок, на основании которых, а также прогнозов рыночной конъюнктуры, портфельные менеджеры осуществляют отбор тех эмитентов, ценные бумаги которых необходимо включить в портфель.

Но нет необходимости выбирать между активным и пассивным управлением. Можно одновременно применять обе стратегии, например, активное управление в случае с выбором акций и пассивное – для большинства нефондовых инструментов или ценных бумаг с фиксированной доходностью. Другим вариантом является деление всего портфеля на части, одна из которых управляется активно, а другая – пассивно.

Выбор того, как управлять портфелем - активно или пассивно - всегда будет зависеть от конкретных склонностей инвестора к риску и его инвестиционной стратегии. Тем не менее, гипотеза эффективных рынков скорее доказывает, что именно пассивная стратегия является наиболее оптимальной. Конкуренция среди инвесторов приводит к тому, что любая несложная методология оценки финансовых активов, имеющаяся на рынке, будет использована другими участниками рынка, а, значит, это сразу будет учтено в цене актива. Только глубокий анализ и использование нераспространенных методов оценки могут способствовать достижению той разницы, которая и будет

определять дополнительные доходы. Более того, такие методы, как правило, доступны только для институциональных инвесторов, в управлении которых находятся значительные суммы денежных средств. Поэтому именно они могут использовать стратегии активного управления инвестиционным портфелем. Все другие инвесторы находятся в значительно худшем конкурентном положении, поэтому использование активного управления портфелем для них невыгодно. В таком случае пассивная стратегия является наилучшим выбором и потребует только формирование диверсифицированного портфеля финансовых активов. Учитывая тот факт, что вся доступная информация уже учтена в ценах, то другого выбора быть не может. Нет необходимости постоянно покупать и продавать финансовые активы, ведь транзакционные издержки в этом случае только уменьшают ожидаемые прибыли.

Анализ различных подходов к портфельному управлению позволяет сформулировать ключевые принципы, которые должны быть положены в его основу:

- реализация инвестиционной политики исходит из необходимости достижения постановленных целей;
- соответствие объемов и структуры инвестиционного портфеля обязательствам институционального инвестора с целью поддержания ликвидности и платежеспособности;
- оптимальное соотношение между доходностью, риском и ликвидностью для сбережения привлеченных средств, их прироста и выполнения текущих обязательств;
- диверсификация инвестиционного портфеля путем включения в него различных активов, в том числе нефинансовых;
- обеспечение управляемости инвестиционного портфеля, что предусматривает возможность изменения его объема и структуры под влиянием систематических и несистематических факторов;
- соответствие сформированного портфеля существующим ограничениям и специфике деятельности институционального инвестора.

Далее рассмотрим те особенности, которые определяют формирование инвестиционных портфелей различных типов институциональных инвесторов. Главным фактором является то, что их мотивы и отношение к риску существенно отличаются. Хотя, как было показано ранее, в отдельных случаях (особенно в периоды экономической нестабильности) можно наблюдать однонаправленные действия этих финансовых посредников.

В инвестиционных фондах уровень риска и доходности, как правило, заранее определены и могут существенно отличаться между отдельными фондами. Именно поэтому инвестиционные цели достаточно очевидны и позволяют четко контролировать размещение активов и результаты, которых достигает фонд. Стратегии инвестиционных фондов более специализированы, чем у страховщиков и НПФ, а направления инвестирования существенно зависят от того, каким инструментам отдаются предпочтения. Поэтому структура портфеля постоянно меняется с течением времени. Как правило, можно найти

следующую специализацию инвестиционных фондов: фонды денежного рынка, фонды акций, фонды инструментов с фиксированной доходностью, сбалансированные фонды, фонды доходности, индексные фонды, специализированные фонды.

Кроме этого, важно учитывать стиль управления портфелем - активный или пассивный. Среди первых существует значительное количество подкатегорий, направленных на общий рост инвестированного капитала или обеспечения определенного уровня доходности. И, разумеется, существует специализация по видам активов, в которые в основном осуществляются инвестиции, а также строгость, с которой придерживаются этой специализации.

Стратегии хеджевых и венчурных фондов могут отличаться от стратегий других инвестиционных фондов большей свободой действий, направленности на получение высокого дохода, отсутствием ограничений на направления инвестирования привлеченных средств.

Что касается страховщиков, которые осуществляют страхование жизни, то для них основной задачей является оценка и прогнозирование размера выплат страхователю при наступлении страхового случая. Это осуществляется с помощью актуарных расчетов, базирующихся на таблицах смертности, а также принимая во внимание уровень доходности активов, в которые размещены страховые резервы. Сами обязательства страховщиков определяются в фактическом размере: выплата фиксированной суммы в случае смерти, выплаты в случае дожития до окончания срока действия договора страхования, аннуитетные выплаты. Поэтому такие обязательства проще покрывать путем размещения страховых резервов в долгосрочные облигации. Риски инвестирования возникают не в результате неверно выбранных объектов вложения, а из-за неточного определения уровня смертности по договорам страхования и изменения процентных ставок.

Кроме классических полисов, во многих странах можно встретить так называемые полисы со сменными компонентами. Они, как правило, комбинируют элементы срочных полисов с накопительным компонентом, целью которого является прирост капитала, но явных гарантий размера выплат страховщики не дают. Такая политика может предложить более высокую доходность по договорам страхования жизни, но риски страхователей будут большими. Акценты инвестиционной политики страховщиков в этом случае смещаются в сторону акций. К тому же в этих странах существуют льготы по налогообложению инвестиций по таким полисам.

Важным является и обеспечение краткосрочной ликвидности страховых компаний в случае досрочного прекращения действия страховых договоров и выплат по договорам, срок действия которых заканчивается. Поэтому предпочтение отдается инструментам денежного рынка.

Итак, инвестиционная политика страховщика будет зависеть от того, насколько доминирующими являются продукты, обязательства по которым заранее определены. Объемы избыточных активов (которые определяются как разница между суммой активов и суммой гарантированных обязательств) дают возможность варьировать направления инвестирования. Суммы по

гарантированным обязательствам должны быть вложены в инструменты с фиксированной доходностью, а избыточные активы следует размещать в акции или другие финансовые активы.

Рисковые страховые компании могут осуществлять инвестирование страховых резервов только после получения страховых премий. Они в большинстве случаев выступают достаточно консервативными инвесторами и предпочитают облигации с разными сроками погашения.

Стратегия пенсионных фондов существенно отличается от других институциональных инвесторов. Критическим моментом при этом является то, что инвестиционный портфель и, соответственно, соотношение доходность / риск активов определяются пропорцией между размером пенсии и конечным размером доходов физического лица, которые являются важными при пенсионных выплатах. Связь между обязательствами пенсионных фондов и доходами работающих определяет различия НПФ от страховых компаний, ведь в результате постепенного повышения номинальных размеров доходов физических лиц увеличиваются и размеры обязательств фонда. Поэтому обязательства пенсионных фондов, как правило, фиксируются в реальном выражении, а не в номинальных денежных единицах. Именно поэтому стратегические направления инвестирования сосредотачиваются на активах, которые дают возможность защитить вложения от инфляции.

Дополнительным фактором, который влияет на формирование инвестиционного портфеля НПФ, является его зрелость, а именно пропорция между участниками фонда, вышедшими на пенсию и теми, кто еще работает и продолжает платить взносы. Фонды, у которых этот показатель невелик, могут осуществлять инвестиции на значительно более длительный срок, чем те, которые в основном осуществляют пенсионные выплаты. Поэтому первые могут сконцентрировать свои инвестиционные вложения на акциях, а вторые должны отдавать предпочтение или комбинации акций и облигаций (если определенная часть членов НПФ еще платят взносы), или исключительно облигациям (если НПФ осуществляет исключительно выплаты своим участникам).

Кроме этого, следует учитывать, какой именно заключен пенсионный контракт: пенсионный план с фиксированными выплатами или пенсионный план с фиксированным размером взносов. В первом случае, если обязательства НПФ выражены в абсолютном измерении, приемлемой стратегией будет инвестирование в облигации, срок погашения которых совпадает со сроками исполнения обязательств. Это дополнительно обеспечит защиту от процентного риска. Инвестиции в акции будут нести неоправданный риск, но в целом приемлемы, если необходимо обеспечить дополнительную доходность на инвестированные средства.

Если же выплаты НПФ предусматривают проведение индексации исходя из темпов роста заработной платы, то в этом случае инвестиционный портфель должен быть максимально диверсифицированным, включая в себя акции, облигации и реальные активы (например, недвижимость). Таким образом, удастся диверсифицировать одновременно как риски инвестиций, так и обязательств. Дополнительно структура активов НПФ должна отвечать

требованиям государственных регуляторов по обеспечению их платежеспособности и защиты от возможных изменений рыночной стоимости активов, в которые осуществлены инвестиции.

Во втором случае целевым ориентиром портфельного инвестирования является максимизация доходности при заданном уровне риска. При этом используются стандартные подходы к портфельной оптимизации по Марковицу. Главным аспектом при этом является отношение к риску участника пенсионного фонда: принятие значительных рисков позволяет, как правило, получить больший доход от инвестирования средств. В то же время, увеличение возраста участников НПФ ведет к снижению рискованности, а также к сокращению срока инвестиций, при этом упор делается на консервативную политику инвестирования. Поэтому на начальном этапе портфель формируется преимущественно из акций (соответствует более агрессивной политике инвестирования) с постепенным переключением на облигации.

Основная особенность банков заключается в том, что они работают преимущественно с привлеченными и заемными средствами. Сроки обязательств, как правило, либо четко фиксированные, либо неопределенны, что дает возможность с одной стороны определить временной горизонт инвестиций, с другой стороны иметь представление о размере средств, который необходимо держать в ликвидной форме. Сама инвестиционная деятельность рассматривается не как основная, а как одно из направлений диверсификации активных операций. Поэтому глобальная цель инвестиционной политики банка состоит в максимизации прибыли от инвестиционных активов. Но при этом можно выделить несколько промежуточных целевых ориентиров, которые реализуются банками. Это получение стабильных доходов в течение определенного периода времени, использование налоговых льгот, связанных с выплатой доходов по отдельным видам ценных бумаг, минимизация рисков, страхование инвестиций. Таким образом, инвестиционная политика должна базироваться на принципах сохранения инвестированных средств, диверсификации направлений инвестирования и обеспечения необходимого уровня ликвидности. Комбинация этих факторов и будет определять направления инвестирования денежных средств. Поэтому инвестиционная политика каждого банка будет носить свой уникальный характер.

Таким образом, можно констатировать, что каждый тип институционального инвестора имеет свои специфические особенности в формировании стратегии инвестирования, которые определяют и структуру их инвестиционных портфелей. Исходя из основных критериев портфельного инвестирования (доходность, отношение к риску, ликвидность, временной горизонт), в таблице 1 выведены ключевые аспекты, которые необходимо принимать во внимание при формулировании стратегии институционального инвестора.

Таблица 1 – Стратегические цели институциональных инвесторов при формировании инвестиционных портфелей

№ з/п	Компоненты портфельного выбора	Пенсионные фонды	Инвестиционные фонды	Страховые компании		Коммерческие банки
				страхование жизни	рисковые	
1	Доходность	В зависимости от структуры пенсионных обязательств: наращивание капитала при преимущественно молодом возрасте клиентов; обеспечение доходности при пожилом возрасте клиентов	Должны генерировать доходность, которой хватит на покрытие управленческих расходов	Обеспечение стабильного уровня доходности	Максимизация доходности для покрытия обязательств	Доходность определяется стоимостью обязательств. Ее должно хватать для обеспечения позитивного спреда
2	Отношение к риску	Зависит от возраста клиентов, временного горизонта, баланса фонда	Средний и высокий уровень риска в зависимости от управленческих расходов и временного горизонта	Низкий уровень риска при инвестировании в инструменты с фиксированной доходностью и высокий уровень риска при инвестировании в другие инструменты	Низкий уровень риска при инвестировании в инструменты с фиксированной доходностью и высокий уровень риска при инвестировании в другие инструменты	Портфель с риском ниже среднего
3	Ликвидность	Зависит от возраста клиентов	Низкая. До 5% активов находится в высоколиквидной форме.	Высокая для инструментов с фиксированной доходностью и низкая для других активов.	Высокая для инструментов с фиксированной доходностью и низкая для других активов.	Ликвидность определяется обязательствами
4	Временной горизонт	Долгосрочный, но может уменьшиться, если не увеличивается клиентская база	Долгосрочный	Средне-долгосрочный, но постоянно сокращается	Краткосрочный	Краткосрочный или среднесрочный в зависимости от обязательств

Кроме этого, следует учитывать, что общий процесс формирования инвестиционного портфеля состоит из решений двух типов: выбор пропорций между различными типами активов и отбор индивидуальных активов с каждого типа. При этом сначала определяются общие параметры портфеля, делается выбор в пользу конкретных секторов экономики, в каждом из которых избирается один или несколько типов экономических субъектов, инвестирование в которые уместны. Только после такого отбора можно выбирать конкретных эмитентов. Подобная организация процесса отбора позволяет сразу отбросить те направления, которые не будут иметь в ближайшем будущем перспектив роста, не тратя время на поиск единичных объектов, которые хотя и могут показать приемлемые результаты, но требуют постоянного внимания. Инвестиции в те сферы, которые будут показывать в перспективе рост, позволяют надеяться, что даже при не очень удачном отборе конкретного эмитента, показатели его деятельности будут расти (так же как и стоимость его активов) благодаря восходящему тренду, присущему всей отрасли.

### Литература

1. Bodie, Z. Essentials of Investments [Text] / Z. Bodie, A. Kane, A. J. Marcus. 3rd Edition. Irwin/McGrawHill, 1999. – 612 p.
2. Chay, J.B. Managerial performance and the cross-sectional pricing of closed-end funds [Text] / J.B. Chay, C. Trzcinka // Journal of Financial Economics. – 1999. – Vol. 52(3). – pp. 379-408.
3. Trzcinka, C. The conflicting views and management practices of institutional equity investing [Text] / C. Trzcinka // Financial Markets, Institutions & Instruments. – 1998. – Volume 7. – Issue 5. – pp. 20-53.
4. Топсахалова, Ф. М-Г. Инвестиции [Текст] / Ф.М-Г. Топсахалова. М.: Издательство "Академия Естественных наук", 2010. – 173 с.

Пластун В.Л. Особенности организации инвестиционных процессов у разных типов институциональных инвесторов / В.Л. Пластун // Экономические и организационные проблемы управления в современных условиях: материалы заочной межвузовской научно-практической конференции профессорско-преподавательского состава / Под ред.: В.М. Панченко, Н.А. Кулагиной. - Брянск: БГТУ, 2014. - С. 447-457.