

**КАРДОНА М., ФЕНДЕР И.
ПОВЕДЕНИЕ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ:
ПОСЛЕДСТВИЯ ДЛЯ РЫНКОВ КАПИТАЛОВ**

Cardona M., Fender I. L'évolution des facteurs influents sur le comportement des gestionnaires institutionnels: incidence potentielle sur les marchés de capitaux // Rev. de la stabilité fin. – P., 2003. – Juin. – P. 98-108 [<http://www.banque-france.fr>]

М.Кардона (Cardona M.), сотрудник Банка Франции, и И.Фендер (Fender I.), сотрудник Банка международных расчетов, подводят итоги исследования институциональных инвесторов, осуществляющих функции управления портфелями активов (институциональных управляющих), динамики этого сегмента рынка капиталов и ее последствий.

Исследование, проведенное специальной рабочей группой при Комитете по глобальной финансовой системе (Committee on Global Financial System – CGFS) Банка международных расчетов, основывается на данных опросов, которые охватили более 100 институциональных инвесторов из 15 развитых стран мира.

Сегмент рынка капиталов, представленный институциональными управляющими активами (Institutional Asset Managers), стал важной составной частью современных рынков капиталов, «массовой индустрией», предоставляющей все более стандартизированные продукты и способы управления активами. Быстрые темпы его развития в последнее десятилетие в значительной мере были обусловлены демографическими процессами и пенсионными реформами в рассматриваемых странах. Эта тенденция, по оценкам экспертов, продолжится и в будущем, что окажет сильное влияние на глобальный финансовый рынок.

Институциональные управляющие активами – это компании или профессионалы, которые создают и управляют портфелями активов по поручению своих клиентов – индивидуальных инвесторов или компаний. Различаются следующие типы институциональных управляющих: инвестиционные компании и фонды, пенсионные фонды, страховые компании и другие управляющие (трастовые и благотворительные фонды, частные инвесторы). Активы, находящиеся в доверительном управлении, состоят из ценных бумаг с фиксированным доходом, акций и коммерческой недвижимости. Классификация институциональных управляющих, их функции и ответственность представлены в таблице.

Рост объема операций институциональных управляющих, наблюдающийся во всем мире, характеризуется неравномерностью по странам и сопровождается структурными сдвигами, которые ведут к изменению доли отдельных категорий институциональных управляющих на рынке. Во всех обследованных странах в последние два десятилетия совокупные активы институциональных управляющих росли темпами, обгоняющими темпы роста ВВП. К началу XXI в. совокупные активы институциональных управляющих в США приблизились к сумме, эквивалентной 200% ВВП этой страны, а в Великобритании и Швейцарии достигли соответственно около 230 и 250% ВВП. В большинстве остальных обследованных стран они также превысили объем национального ВВП.

Схематическая классификация институциональных управляющих

Тип института/ инвестора	Типовые функции и ответственность			
	Подлинный владелец активов	Управляемые активы	Мониторинг и оценка эффективности	Конечный носитель риска
Взаимные инвестиционные фонды (розничный бизнес)	Домашние хозяйства	Управление собственными активами	Инвесторы, рейтинговые агентства	Домашние хозяйства
Управляющие активами (оптовый бизнес)	Институциональные инвесторы	Управление собственными активами	Инвесторы, консультанты	Институциональные инвесторы
Пенсионные фонды (система пенсионных планов)	Спонсоры плана	Управление собственными и внешними активами	Доверенные лица, консультанты	Спонсоры плана, бенефициары
Пенсионные фонды (система пенсионных взносов)	Бенефициары	Управление собственными и внешними активами	Доверенные лица, консультанты	Бенефициары
Страховые компании	Страховые компании	Управление собственными и внешними активами	Страховые компании, консультанты	Страховые компании, владельцы страховых полисов
Доверительные и благотворительные фонды	Доверительные и благотворительные фонды	Управление собственными и внешними активами	Доверенные лица, консультанты	Доверительные и благотворительные фонды
Частные инвесторы/домашние хозяйства	Домашние хозяйства	Домашние хозяйства	Домашние хозяйства, рейтинговые агентства	Домашние хозяйства

Примечание. В таблице представлена схематическая структура сферы институционального управления активами. Например, страховые компании, как правило, являются собственниками активов, которыми управляют, и сами управляют своими активами, но в некоторых случаях доверяют управление внешним управляющим активами и, кроме того, берут на себя управление активами третьих лиц по их поручению. Оценка эффективности, как правило, производится самой организацией или с помощью внешних консультантов.

При этом отмечались разнонаправленные тенденции в структуре рассматриваемого сегмента рынка капиталов. Так, если в США в совокупных активах повысился удельный вес взаимных фондов (инвестиционных компаний) и снизился – страховых компаний, то во Франции, напротив, позиции последний усилились, а доля взаимных фондов сократилась. Примерно такая же динамика была характерна для Великобритании и Швейцарии. Ослабление роли страховых компаний наблюдалось в Бельгии, Канаде, Германии, Италии, Испании. Что касается удельного веса пенсионных фондов в совокупных активах рассматриваемого сегмента, то он существенно вырос лишь в Австралии, а в остальных странах изменился незначительно в сторону повышения или понижения. Группа «других» институциональных управляющих имеет заметные позиции только в ограниченном числе стран, в том числе в Италии (более 30% совокупных активов), Швейцарии (более 20%) и США (более 10%). Эти различия между странами свидетельствуют об отсутствии единообразия в динамике сегмента

институциональных инвесторов и о преобладающем влиянии на его развитие национальной специфики.

Вместе с тем, общей чертой для всех странах является изменение факторов, стимулирующих институциональных управляющих, то есть условий соответствующих контрактов с собственниками активов, передаваемых в управление. Эти изменения играют особую роль в развитии рынков капиталов в той мере, в какой они затрагивают основы управления активами, а именно вопрос об отделении собственности на активы от управления ими.

Такое отделение подразумевает, что делегирование управления включает отношения по поводу передачи поручения – мандата, структурированного определенным образом, например, между индивидуальным менеджером и взаимным фондом, а затем между последним и конечным инвестором (собственником активов). Объективное формирование этих доверительных отношений и наличие издержек, связанных с управлением активами, обусловили введение в соответствующие контракты ряда пунктов (условий), которые направлены на снижение рисков. Несмотря на существование различий в доверительных отношениях и контрактных условиях, на практике мандаты основываются на нескольких общих простых правилах, соблюдение которых легко проверить и которые позволяют конечному инвестору контролировать соответствие действий институционального управляющего условиям, оговоренным в контракте. Так, выделяются три ключевые составляющие контрактов, используемые в разных комбинациях и оказывающие стимулирующий эффект:

- участие в прибыли (доходах) / комиссионное вознаграждение (для гармонизации мотиваций сторон);

- зависимость вознаграждения от эффективности, которая оценивается на основе сопоставления с контрольным целевым показателем (эталонном) для однородной группы портфелей активов;

- контроль принятия рисков, в частности, за счет установления максимально допустимого отклонения в эффективности, требований о предоставлении информации или ограничений в отношении выбора инвестиционных решений.

Выделяются следующие основные направления изменений в доверительных контрактных отношениях.

1. Ограничение мандатов управления. Традиционно собственники активов поручают управляющим принимать решения в области стратегии и тактики инвестирования. Однако в последние годы рамки полномочий управляющих стали более жесткими: во-первых, стратегические решения стали все больше брать на себя собственники активов; во-вторых, на уровне принятия тактических решений полномочия управляющих также все больше ограничиваются, в частности вследствие усиливающейся специализации инвестиционных стратегий, предлагаемых собственниками активов. Эта тенденция в целом способствует размыванию границы между активной и пассивной стратегиями управления и ведет к росту доли активов, находящихся под пассивным или квази-пассивным управлением. Последнее характеризуется сокращением традиционных диверсифицированных портфелей в пользу специализированных, сужением допустимых контрактом отклонений в доходе от активов (в сравнении с эталонном).

2. Измерение относительной эффективности управления активами. Собственники нуждаются в тщательной оценке эффективности управления их активами на основе объективных критериев. Традиционно для этого использовалось сопоставление эффективности управления портфелем активов с эталонном для каждой однородной группы портфелей. В настоящее время отмечается переход от этой формы оценки к оценке на основе сопоставления с рыночными показателями эффективности (фондовыми индексами). Использование «рыночных эталонном» способствует

конвергенции поведения инвестиционных управляющих, что в свою очередь воздействует на рыночные цены. Например, активы в виде акций с завышенной стоимостью обычно включаются в основные фондовые индексы, которые рассчитываются с учетом удельного веса отдельных категорий ценных бумаг в общей капитализации и потому, скорее всего, будут учитывать акции с завышенным, а не с заниженным рыночным курсом. Вследствие этого управляющие активами будут вынуждены приобретать любые акции с завышенным курсом, которые включаются в фондовые индексы. В противном случае они рискуют превысить допустимое контрактом отклонение в доходности. По этой же причине в случае, когда определенный актив включен в фондовый индекс, возможность сокращения его доли в портфеле ограничена, поскольку это может повлечь за собой превышение допустимого отклонения в доходности. В этих условиях управляющий активами стоит перед дилеммой: как избежать такого превышения и одновременно ограничить долю активов с завышенным рыночным курсом. Эта дилемма особенно трудноразрешима, когда для оценки эффективности используются «узкие» индексы, включающие относительно небольшое число конкретных ценных бумаг.

3. Инвестиционные ограничения. Поведение управляющих активами, кроме того, все больше ограничивается многочисленными нормативами регулирования или условиями, установленными клиентами. Среди них:

- ограничения, касающиеся инвестирования в отдельные финансовые инструменты (акции, международные активы, ценные бумаги с фиксированным доходом, дериваты);
- обязательство инвестирования в конкретные категории ценных бумаг (условия диверсификации портфеля);
- ограничения стратегии инвестирования (в отношении леввереджа, продажи ценных бумаг без покрытия).

Все эти ограничения направлены на защиту собственников активов и на выравнивание мотиваций собственников и управляющих, а также на ограничение свободы действий последних.

4. Наблюдение за эффективностью и процесс инвестирования. Регулярный анализ собственниками эффективности управления их активами может подтолкнуть управляющего к сокращению временного горизонта инвестирования в случае низкой доходности портфеля. Сроки проведения периодических обследований различаются в зависимости от страны и сферы вложений. Обычно они составляют 1-5 лет. Если установлено, что на эффективность управления активами влияют факторы, находящиеся вне сферы влияния управляющего, клиентов или консультантов, то такие обследования проводятся реже (раз в 3-5 лет); в экстренных случаях они проводятся ежегодно.

Критерии, используемые при отборе управляющих, в частности с помощью специальных консультантов по кадрам, в последнее время постепенно менялись. При этом все большее значение придавалось оценке непосредственно инвестиционного процесса и адекватности применяемых методов управления активами. Полученные в прошлом достижения (эффективность управления активами и доходность портфеля) уже не считаются главным критерием при оценке работы управляющего. Эта тенденция, с одной стороны, способствует все большему единообразию в поведении управляющих, в том числе в выборе инструментов реализации инвестиционной стратегии, а с другой – ведет к снижению давления на управляющих при снижении доходности активов.

5. Схема вознаграждения управляющих активами. Вознаграждение в форме комиссионных, зависящих от относительной или абсолютной эффективности управления портфелем активов, постепенно уходит в прошлое. Вместо него все шире применяется схема вознаграждения в форме фиксированных процентов от стоимости активов, находящихся в управлении. Его величина различается по странам, зависит от

методов управления, класса ценных бумаг, рискованности инвестиций и т.д. При такой схеме взаимосвязь между эффективностью управления активами и вознаграждением не прямая, а косвенная. Она заставляет управляющих принимать решения, позволяющие наращивать портфель активов, что ведет к повышению размера их вознаграждения.

Эффективность рынков капиталов основывается на способности инвесторов реагировать на «аномальные» рыночные цены на активы и исправлять их, в частности через арбитражные операции. Как считают эксперты, институциональные управляющие хорошо подходят для такой роли. Их присутствие на рынках капиталов благоприятствует ускорению процесса инвестирования, делает его более эффективным и глобальным. Арбитражные операции институциональных управляющих, вследствие этого, стабилизируют цены на активы с гарантией, что они не будут сильно отклоняться от основного уровня. Кроме того, учитывая долгосрочный характер вложений институциональных управляющих, можно ожидать, что они могут выполнять роль источника ликвидных средств в период напряженной ситуации на рынках капиталов.

В этой связи встает вопрос о том, насколько стимулы (ограничения), применяющиеся в отношении управляющих активами, достаточны для того, чтобы направить их действия в сторону обеспечения эффективности рынков капиталов. Например, возможна ситуация, когда ограничение временного периода инвестирования не позволит управляющему предпринять действия, ведущие к изменению динамики цен. Все более жесткие рамки, которые накладывают собственники активов на действия управляющих, как указывалось выше, приводят к единообразию их поведения. В конечном счете, их действия оцениваются в сравнении с действиями управляющих однородными активами. В таких условиях управляющий активами для корректировки ценовых диспропорций будет действовать, как другие (в частности, чтобы сохранить свою репутацию), например, начнет избавляться от каких-либо активов, не считая при этом свои действия правильными. Этим он может еще больше осложнить ситуацию в конкретном сегменте рынка капиталов.

Изменения поведения институциональных управляющих, указанные выше, оказывают влияние на рынки капиталов по разным каналам. В целом это влияние проявляется по трем направлениям: эффективность и неустойчивость (волатильность) рынков; ликвидность рынков и управление рисками.

1. Эффективность и неустойчивость рынков капиталов. Стимулы, применяемые в отношении управляющих активами, и их способность адаптировать свою стратегию, направленную на максимизацию доходов, в соответствии с интересами стабилизации рынка снизились, что обуславливает возможность усиления диспропорций в будущем. Этому способствуют:

- ограничение полномочий управляющих;
- оценка эффективности управления на основе ограниченного круга фондовых индексов;
- все большая концентрация средств в специализированных портфелях (например, состоящих из одного типа акций) и склонность инвесторов к выбору инструментов размещения средств в зависимости от результатов вложений в предшествующие годы;
- процесс консолидации сектора институциональных управляющих, в том числе их деятельности в области сбора и анализа информации.

Противодействующими факторами, которые способствуют стабилизации рынков капиталов, являются:

- сокращение практики использования в качестве эталона при оценке эффективности управления активами достижений управляющих однородными активами;
- расширение количества категорий активов, что увеличивает разнообразие возможных стратегий инвестирования;

- перераспределение ответственности в области стратегии размещения активов в пользу их собственников; предполагается, что это будут способствовать диверсификации стратегий инвестирования, поскольку большое число инвесторов будут принимать свои собственные, отличные от других решения;

- все большее значение, которое придается непосредственно инвестиционному процессу при оценке эффективности работы управляющих; это должно привести к удлинению или, как минимум, к сохранению в нынешних рамках периода между регулярными обследованиями деятельности управляющих.

2. Ликвидность рынка. Эксперты не обнаружили доказательств того, что изменения в области институционального управления активами создали такие рамки действий управляющих активами, которые ограничивают их способность наращивать рыночную ликвидность. Напротив, по-видимому, институциональное управление будет содействовать расширению эмиссий ценных бумаг и развитию периферийных фондовых рынков, что позитивно повлияет на ликвидность рынков капиталов. Кроме того, ожидается, что ликвидность ценных бумаг, включенных в основные фондовые индексы, будет повышаться по мере того, как будет увеличиваться доля этих бумаг в активах, находящихся в доверительном управлении, эффективность которого измеряется с помощью одного из этих индексов.

3. Управление рисками. Многочисленные изменения в институциональном управлении активами свидетельствуют о расширении практики передачи ответственности за инвестиционные решения и рисков конечному инвестору – собственнику активов. Эта тенденция должна усилить спрос на инструменты трансферта рисков (в том числе дериваты) и на гарантированные инвестиционные продукты. К этому будут подталкивать и циклические факторы, в частности, низкие процентные ставки и депрессивное состояние фондовых рынков. В результате потребность в поставщиках продуктов, которые позволяют управлять рисками, повысится. В свою очередь поставщики гарантированных инвестиционных продуктов окажутся перед необходимостью укрепления системы управления рисками, в том числе за счет более точной оценки издержек, правильного ценообразования и создания резервов на случай возможных потерь.

Учитывая тенденции развития сферы институционального управления активами и ее возможное влияние на рынки капиталов, эксперты дают стратегические рекомендации руководителям центральных банков. Они указывают, прежде всего, на необходимость сохранения разнообразия инвестиционного поведения. Конечные инвесторы должны иметь максимально возможный выбор стратегий и инструментов, что послужит основой диверсификации поведения институциональных управляющих. Для этого должна быть создана такая окружающая среда, в которой конечные инвесторы располагают всей необходимой информацией для принятия решений в области стратегического размещения средств и для оценки работы управляющих, которым они доверили свои активы. В этой связи эксперты советуют:

- стимулировать совершенствование управления рисками и распространение информации;

- благоприятствовать осознанию того, что конфликты интересов являются неотъемлемой чертой процесса делегирования финансовой ответственности. Обеспечение прозрачности операций, распространение информации и конкурентное окружение способны ограничить такие конфликты. Поэтому необходимы меры, стимулирующие соответствующие действия консультантов по инвестициям, провайдеров рыночных индексов, рейтинговых агентств и сетей по продаже активов;

- избегать скрытых и явных барьеров, препятствующих доступу на рынок различных субъектов институционального управления активами, в частности

специализированных фондов, пытающихся использовать возможности арбитражных сделок;

- благоприятствовать осознанию того, что регламентации действий институциональных управляющих могут повлиять на их эффективность и динамику рынка капиталов. Поэтому необходим взвешенный подход к задаче регулирования рынков капиталов, например, сопоставление задачи защиты потребителя и связанных с ней издержек для других участников рынка. Чтобы не было нарушено рыночное равновесие, введение новых норм регулирования должно основываться на тщательном анализе их последствий для структуры и динамики рынка.

Автор реферата – Г.В. Семеко,
канд. экон. наук, ИНИОН РАН