

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ СТРАТЕГИИ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ: СУВЕРЕННЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ VS ЭНДАУМЕНТЫ

Е.С. Бирюков

Московский государственный институт международных отношений (университет)
МИД России. Россия, 119454, Москва, пр. Вернадского, 76.

В статье рассмотрены два основных оригинальных подхода к инвестированию средств институциональных инвесторов (общий объем их активов в мире составляет около 100 трлн долл.) – суверенного инвестиционного фонда Норвегии Глобал и эндаумент-фонда Йеля. Фонд Глобал с активами в размере 716 млрд долл. является крупнейшим институциональным инвестором в мире, его стратегия исходит из предположения об эффективности рынков и их долгосрочном росте и заключается в балансе инвестиций в акции, облигации и с недавнего времени – в недвижимость. Финансисты Йеля в 1990-х гг. произвели революцию в подходе к инвестированию средств в пользу внебиржевых инвестиций и недвижимости, переориентировавшись с вложений на внутреннем рынке на зарубежные рынки. Не все институциональные инвесторы готовы следовать данным стратегиям из-за риска отрицательной доходности в кризисные периоды, но в среднесрочной и долгосрочной перспективе эти подходы позволяют обыгрывать инфляцию. Например, эндаумент Йеля вырос с 1985 по 2012 г. с 1,6 млрд до 19 млрд долл., а высокая доходность позволяет ежегодно передавать в бюджет вуза по 1 млрд долл. Эндаумент-фонды являются одним из ключевых источников доходов бюджетов ведущих американских вузов. Анализ инвестиционной политики эндаумент-фондов и инвестиционных фондов показывает, что кардинальные изменения в концепции инвестирования стали происходить с конца 1980 – начала 1990-х гг. Оба данных институциональных инвестора перестали ориентироваться на консервативные инструменты – облигации и депозиты и используют другие варианты: Глобал – акции, Йель – внебиржевые инвестиции, хедж-фонды, вложения в недвижимость и др. При расширении спектра инструментов, в которые вкладываются средства, увеличивается и волатильность доходов, в связи с чем институциональные инвесторы обязаны быть и транспарентными, и объяснять обществу мотивы изменения инвестиционной стратегии.

Ключевые слова: эндаумент-фонды, институциональные инвесторы, суверенные инвестиционные фонды.

В мировой финансовой системе важное место занимают институциональные инвесторы. К ним относятся пенсионные фонды, страховые компании, суверенные инвестиционные фонды, хедж-фонды, эндаумент-фонды. Общий размер активов мировой финансовой системы составляет 225 трлн долл.[1] (мировой ВВП – 66,4 млрд долл.[2]). Размер активов институциональных инвесторов мира составляет около 100 трлн долл., крупнейшие группы институциональных инвесторов показаны на диагр. 1.

Диаграмма 1
Размер активов крупнейших институциональных инвесторов мира, трлн долл.



Источники: по пенсионным фондам – Global Pensions Assets Study 2013. L.: Towers Watson. 40 p. [Electronic Resource]. – Mode of access: <http://www.towerswatson.com/DownloadMedia.aspx?media={5AC4BED2-A4F9-4C9E-AB9D-5087579BF96D}>; по суверенным инвестиционным фондам – данные Sovereign Wealth Funds Institute <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/> Другие институциональные инвесторы – TheCityUK Fund Management 2012. L.: TheCityUK. 14 p. Примечание: т.к. оценки активов в различных источниках отличаются, была взята информация организаций, исследования которых считаются наиболее качественными в данных областях.

В последние годы в экономической литературе при анализе инвестиционных стратегий институциональных инвесторов, ориентирующихся прежде всего на сохранность капитала (противоположная цель – максимизация прибыли при пренебрежении к риску характерна для хедж-фондов), выделяют две различные модели инвестирования – норвежского Государственного пенсионного фонда Глобал и эндаумент-фонда американского университета Йель.

Суверенные инвестиционные фонды и эндаументы как особые виды институциональных инвесторов

На первый взгляд кажется странным, почему предметом анализа являются инвестиционные стратегии суверенного фонда и эндаумента, относящихся к далеко не самым крупным группам институциональных инвесторов. Так, по суммарному размеру активов пенсионные фонды, как показано на рис. 1, в 5 раз превышают суверенные инвестиционные фонды. Что касается эндаументов, то их суммарный размер, в свою очередь, в 6 раз меньше размера суверенных инвестиционных фондов и составляет около 0,85 трлн долл. Однако, во-первых, фонд Норвегии с активами размером 716 млрд долл. является крупнейшим институциональным инвестором в мире (пенсионные фонды по отдельности меньше крупнейшего суверенного ин-

вестиционного фонда – норвежского, хотя суммарно они – крупнейшие инвесторы). Во-вторых, инвестиционные стратегии пенсионных фондов традиционно являются достаточно консервативными, а стратегии фонда Глобал и эндаумента Йеля являются более проработанными, обеспечивают большую доходность и дополнительно к этому эволюционируют с учетом практических результатов.

Суверенные инвестиционные фонды – принадлежащие государству организации, которые управляют валютными активами государства отдельно от управления официальными валютными резервами. Суверенные инвестиционные фонды России – Резервный фонд и Фонд национального благосостояния – по суммарному размеру активов сходят в 10 крупнейших суверенных инвестиционных фондов мира, а их инвестиционная политика активно обсуждается в нашей стране, поэтому анализ зарубежного опыта инвестиций СИФ также имеет практическую направленность.

Эндаумент-фонды – фонды, в которых какая-либо организация (вуз, музей, социальные, некоммерческие организации и др.) аккумулируют пожертвования. Сами данные средства, в отличие от обычного фонда, не расходуются сразу, а инвестируются в акции, недвижимость, паевые фонды, размещаются на депозитах и т.д. и таким образом постоянно прирастают. Финансирование программ происходит из инвестиционного дохода, а сам капитал эндаумента, как правило, остается неприкосновенным и реинвестируется. Подобный механизм эффективен при долгосрочном целеполагании организации. В форме эндаумента действует Фонд Нобеля, выплачивающий Нобелевские премии. В ведущих зарубежных университетах поступления из эндаумент-фондов являются крупнейшей статьей доходов бюджета – в Принстоне, Гарварде, Йеле на них приходится 38 – 47% доходов. В России создание эндаумент-фондов стало возможным с 2007 г., после принятия Федерального закона №275-ФЗ от 30.12.2006 г. «О порядке формирования и использования целевого капитала некоммерческих организаций». С этого момента в нашей стране создано 110 эндаументов, суммарный размер которых составляет 24 млрд руб., крупнейшими являются «Урал-Инвест Плюс», эндаумент «Сколтеха» и Фонд развития МГИМО. Многие российские вузы и ряд музеев достаточно активно развивают свои эндаументы, поэтому анализ мирового опыта инвестирования их средств имеет практическую актуальность.

Крупнейшие суверенные инвестиционные фонды мира классифицированы в табл. 1. При анализе эндаумент-фондов мира, как правило, рассматривают фонды, принадлежащие вузам США, активы которых показаны в табл. 2. В то же время известны и другие виды эндаументов, которые крупнее, чем вузовские фонды (Фонд Билла и Мелинды Гейтс, Фонд ИНГКА, созданный основателем ИКЕА Ингваром Кампрадом).

Таблица 1

Размер активов крупнейших суверенных инвестиционных фондов мира, 2012 г., млрд долл.

	Страна	Название фонда	Активы млрд долл.	Год создания	Источник поступлений
1	Норвегия	Правительственный инвестиционный фонд – Глобал	715,9	1990	Нефть
2	ОАЭ (Абу-Даби)	Инвестиционное агентство Абу-Даби	627	1976	Нефть
3	Китай	Инвестиционная компания Госагентства по валюте	567,9	1997	Другое
4	Саудовская Аравия	Иностранные активы Саудовского денежного агентства	532,8	н.д.	Нефть
5	Китай	Китайская инвестиционная корпорация	482	2007	Другое
6	Кувейт	Инвестиционное агентство Кувейта	342	1953	Нефть
7	Гонконг (Китай)	Инвестиционный портфель денежного агентства Гонконга	298,7	1993	Другое
8	Сингапур	Инвестиционная корпорация Правительства Сингапура	247,5	1981	Другое
9	Россия	Резервный фонд и Фонд национального благосостояния	175,5	2008	Нефть
10	Китай	Национальный фонд социальной безопасности	160,6	2000	Другое

Источник: Sovereign Wealth Funds Institute.

Таблица 2

Размер активов крупнейших вузовских эндаумент-фондов США, 2011 г., млрд долл.

	Вуз	Активы млрд долл.
1	Гарвард	31,7
2	Йель	19,4
3	Университет Техаса	17,1
4	Принстон	17,1
5	Стэнфорд	16,5
6	Массачусетский технологический институт	9,7
7	Университет Мичигана	7,8
8	Колумбийский университет	7,8
9	Северо-западный университет	7,2
10	Техасский Эй энд Эм университет	7,0

Источник: National Association of College and Business Officers (NACUBO) [electronic resource]. – Mode of access: http://www.nacubo.org/Research/NACUBO-Commonfund_Study_of_Endowments/Public_NCSE_Tables.html

Инвестиционная политика фонда Глобал

В целом и стратегии СИФов, и стратегии эндаументов сильно различаются. В то же время терминологически в последние годы часто используют словосочетание «инвестиционная модель эндаументов», поскольку многие аме-

риканские эндаументы, основываясь на более быстрых темпах роста капитала у фонда Йеля, стали следовать этой же модели. Мы будем использовать термины «инвестиционная стратегия фонда Глобал» и «инвестиционная стратегия эндаумента Йеля».

Если в экономике ключевым показателем деятельности компании является прибыль, то на фондовом рынке – соотношение прибыль/риск. В укрупненном виде разница между двумя подходами к инвестированию заключается в том, что эндаумент-фонды следуют более рисковым стратегиям, инвестируя в более широкий спектр активов – и по классам активов, и по географическому распределению – с целью получить большую доходность, чем та, которую могут дать рынок акций и облигаций. Во многом это объясняется низкими темпами роста и ставками по облигациям, которые были характерны для развитого американского рынка. В норвежской модели основой инвестирования является предположение об эффективности рынков и ориентация на доходность рынков акций и облигаций в качестве так называемого бенчмарка, базы, с целью несколько опередить ее за счет профессионального управления.

Рассмотрим вначале инвестиционную политику фонда Норвегии Глобал. Фонд был создан в 1990 г. для управления частью поступающих в бюджет страны доходов от продажи нефти. Первые средства в фонд были направлены только через 6 лет с момента его создания, в 1996 г., когда образовался бюджетный профицит. К 2012 г. фонд стал крупнейшим институциональным инвестором в мире. План по госбюджету Норвегии позволяет спрогнозировать удвоение капитала фонда до 2020 г., когда ожидается снижение добычи нефти Норвегией. Трансферы из фонда могут быть сделаны только в госбюджет, а оттуда – направлены в норвежскую экономику. Трансферы покрывают так называемый нефтефтяной дефицит бюджета – разницу между расходами бюджета и нефтефтяными доходами бюджета. В долгосрочном плане поставлена цель, чтобы в бюджет ежегодно выводилось 4% активов фонда, а среднегодовая реальная доходность была не ниже этой величины. В благоприятные экономические периоды, когда налоговые доходы являются высокими, будет использоваться менее 4% доходов фонда, в неблагоприятные экономические периоды с целью антициклической политики будет использоваться более 4% доходов. В районе 2020 г. ежегодные изъятия из фонда на покрытие нефтефтяного дефицита бюджета будут превышать размер средств, поступающих в фонд, однако размер фонда будет таким, что за счет суммы инвестиционного дохода и второго источника прироста капитала – доходов от инвестиций – сокращения капитала фонда происходить не будет. Основные вехи, связанные с суверенным инвестиционным фондом Глобал, показаны на рис. 1.

Важные события в корректировке инвестиционной стратегии фонда Глобал



Источники: Chambers D. et al. *The Norway Model* / D. Chambers, E. Dimson, A. Ilmanen [Electronic Resource]. – Mode of access: <http://ssrn.com/abstract=1936806>

Концепция инвестиций фонда Глобал заключается в максимизации «международной» покупательной способности активов при допустимых уровнях рисков. Изначально инвестиционная декларация фонда ограничивалась облигациями. В 1998 г. в инвестиционную декларацию были внесены изменения, позволяющие инвестировать 40% средств в акции. Затем было разрешено инвестировать в более широкий спектр активов, а максимальная доля акций была увеличена до 60%. В 2008 г. принято решение о введении в портфель недвижимости в размере до 5% его стоимости за счет снижения доли облигаций.

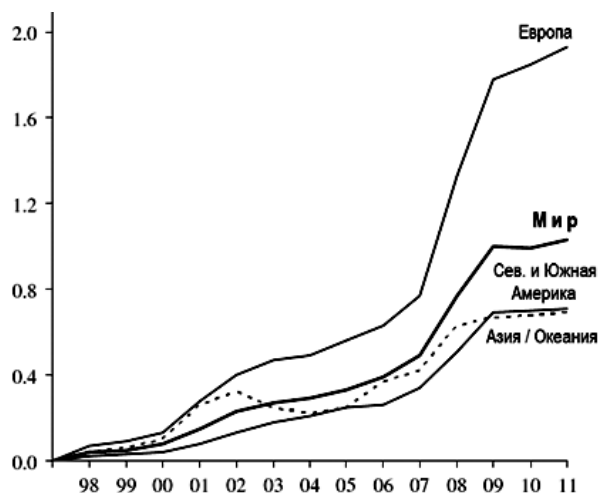
Инвестиционная политика зиждется на двух составляющих. Во-первых, это уверенность в эффективности фондовых рынков и выгоды инвестиций в них – долгосрочная стратегия основывается на диверсификации инвестиций по различным классам активов, составляющих стратегический портфель, взятый за бенчмарк (эталонную базу), устанавливаемый министерством финансов и парламентом Норвегии. Бенчмарк по каждому виду активов определяет степень склонности фонда к риску. Во-вторых, брокерам инвестиционной компании Центробанка (Norges Bank Investment Management) разрешено осуществлять так называемое активное управление с целью получения доходов, превышающих бенчмарк. В качестве бенчмарка для инвестиций в акции фондом Глобал используются кумулятивные общепромышленные индексы FTSE для развитых, «продвинутых» формирующихся и «вторичных» формирующихся рынков. Веса регионов являются следующими: Европа, кроме Норвегии, – 50%, Америки/Ближний Восток/Африка – 35 %, Азия и Океания – 15%.

Для составления бенчмарка для инвестиций в облигации берутся веса из 60% индексов, рассчитываемых компанией Барклайз, за исключением Норвегии, 35% по США/Канаде и 5% Азии/Океании. Большой вес Европы по сравнению с рыночной капитализацией ее ценных бумаг частично вызван валютными курсами, поскольку

ку инвестиции не хеджируются по валютным рискам, а обменные курсы норвежской кроны менее волатильны относительно европейских валют по сравнению с валютами из других регионов. Когда возможно, ребалансировка портфеля осуществляется путем направления ежемесячных поступлений из бюджета Норвегии в тот тип актива/регион, который имеет наибольшее негативное отклонение от бенчмарка.

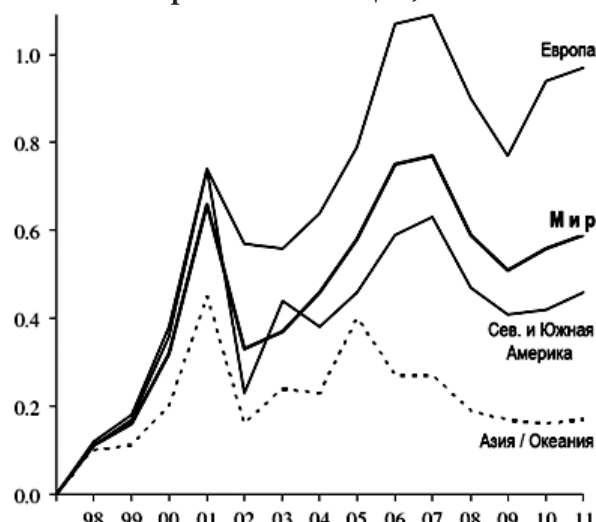
В портфеле фонда находятся акции 8400 компаний из различных стран мира, при этом в значительном числе компаний он входит в число крупнейших акционеров. Вложения фонда составляют 1% от капитализации всех котирующихся компаний в мировом индексе FTSE и 2% в Европе (см. граф. 1). В портфеле облигаций – ценные бумаги 7945 компаний, что составляет 0,6% капитализации индекса Барклайз (см. граф. 2)[6].

График 1
Доля фонда Глобал на мировом и континентальных рынках акций



Источники: Chambers D. et al. *The Norway Model* / D. Chambers, E. Dimson, A. Ilmanen [Electronic Resource]. – Mode of access: <http://ssrn.com/abstract=1936806>

График 2
Доля фонда Глобал на мировом и континентальных рынках облигаций, %



Источник: Chambers D. et al. The Norway Model / D. Chambers, E. Dimson, A. Ilmanen [Electronic Resource]. – Mode of access: <http://ssrn.com/abstract=1936806>

Инвестиционная политика эндаумент-фонда Йеля

Вторым подходом к инвестированию средств институциональных инвесторов является инвестиционная стратегия суперэндаументов – крупнейших образовательных эндаументов США. Данная модель является фактически противоположной модели норвежского фонда Глобал. Инвестиции фонда Норвегии практически полностью направляются в ценные бумаги, торгуемые на организованном рынке, отклонение распределения активов по классам является минимальным от норматива. В более широком смысле – инвестирование ориентировано на бета-коэффициент, в отличие от коэффициента альфа у так называемых суперэндаументов (так называются крупнейшие эндаументы, размер активов которых превышает 1 млрд долл.), которые ориентируют инвестиционных менеджеров на систематическое рисковое инвестирование путем вложения средств в считающиеся недооцененными активы.

У американских вузовских эндаументов уже сформировался имидж пионеров инновационного инвестирования. В 1920–1930 гг. в своей инвестиционной стратегии они перешли к акциям, несмотря на время Великой депрессии. В долгосрочной перспективе данная перестройка стратегии оказалась эффективной [7]. Однако до 1980-х гг. практически все вузы при вложении средств эндаументов ограничивались вложениями исключительно на внутреннем рынке в акции, облигации и депозиты. «Революцию» в сфере управления активами эндаументов совершил Йельский университет. Инвестиции в традиционные инструменты и на внутреннем, развитом, рынке не позволяли получать высокую доходность. В результате сложилась такая ситуация, что, учитывая инфляцию, рост номинальной стоимости активов, передаваемых

выпускниками в эндаумент, был ниже инфляции, то есть в реальном выражении капитал обесценивался.

С 1985 г. и по настоящее время за инвестиции Йеля отвечает Дэвид Свенсен, окончивший этот университет в 1980 г. Он переориентировал стратегию на вложения с низкодоходного американского рынка в зарубежные рынки, а также с традиционных классов активов (акции, облигации, депозиты) в альтернативные – хеджевые фонды и т.д. В результате данных изменений рост активов эндаумента Йеля стал опережать инфляцию (см. граф. 3) и с 1993 г. рыночная стоимость эндаумента (кривая линия) стала превышать сумму внесенных в эндаумент взносов, посчитанную с учетом инфляции (темная площадь на графике).

График 3
Сравнение динамики активов эндаумента Йеля и покупательной способности сделанных взносов, 1950–2012 гг.



Источник: Официальный отчет эндаумент-фонда Йеля за 2012 год: 2012 Yale Endowment. P 14. [Electronic Resource]. Mode of access: http://investments.yale.edu/images/documents/Yale_Endowment_12.pdf

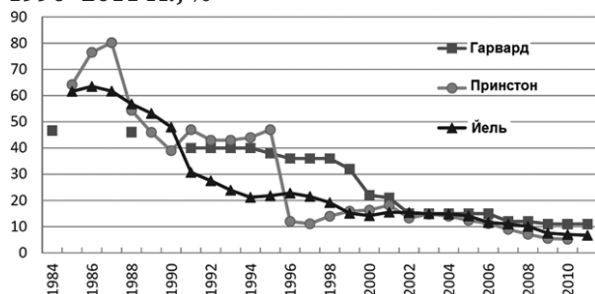
Результатом изменения инвестиционной стратегии стало резкое увеличение доходности капитала эндаумента Йеля, а сам капитал увеличился с 1,6 млрд долл. в 1985 г. до 19,3 млрд долл. – в 2012 г. – 12-кратный рост менее чем за 30 лет (следует отметить, что рост достигается не только инвестициями, но и внесением новых пожертвований выпускников; однако сам университет ежегодно изымает средства из эндаумента в свой бюджет, в 2009–2012 гг. – по 1 млрд долл. ежегодно) [8].

Анализируя успехи Йеля, его инвестиционную стратегию переняли вузы-конкуренты. В 1985 г. 69% средств эндаумента Гарварда были инвестированы в акции и облигации на внутреннем рынке, у Принстона этот показатель составлял 85%, у Йеля – 78%. В американские торгуемые на фондовом рынке акции было вложено почти 50 % средств эндаумента Гарварда и более 60 % – Йеля и Принстона. Буквально за 15-летний период данные эндаументы поменяли инвестиционные стратегии на зеркально-противоположные. Произошло снижение доли акций

в инвестиционном портфеле и рост альтернативных инструментов. К настоящему моменту вложения в акции снизились у Йеля и Принстона с 60 до менее чем 10% портфеля, у Гарварда – с 40 до 10% (см. граф. 4).

График 4

Доля средств эндаумента, вложенных в биржевые акции на фондовом рынке США, 1990–2011 гг., %



Источник: Goetzmann N. *Competition among University Endowments* / N. Goetzman, S. Oster // NBER Working Paper Series. Working Paper 18173. P. 24.

В то же время в 1985 г. ни один из анализируемых эндаументов не осуществлял вложения в альтернативные классы активов. К этой категории относят так называемые private equity (внебиржевые вложения); альтернативные инвестиции, к которым относят следующие категории фондов: хеджевые, с абсолютной доходностью, нейтральные к рынку, длинные/короткие, 130/30; событийные инвестиции; деривативы; венчурный капитал; инвестиции в недвижимость вне кампуса; товары и фьючерсы на товары; токсичные активы.

С 1990 по 1998 г. сначала Йель, затем Принстон и Гарвард начали инвестировать в хедж-фонды, в настоящее время данные на данные активы приходится 20% портфелей. По состоянию на 1985 г. эндаумент-фонды направляли в такую категорию активов, как внебиржевые вложения, малозначительную долю активов: Гарвард – 7%, Йель – 3%, Принстон – 2%. Под внебиржевыми вложениями (private equity) понимают такие виды инвестиций, как выкуп с рычагом (выкуп компании за счет заемных средств), мезонинный кредит (кредит под залог доли), фонды слияний и поглощений и пр. К настоящему моменту у Йеля и Принстона доля внебиржевых вложений выросла до 35% (см. граф. 5).

Существенным негативным моментом, связанным с альтернативными инвестициями, явилось то, что в условиях финансового кризиса 2007 – 2008 гг., когда вузы испытывали потребность в средствах, данные активы оказались неликвидными, и эндаументы были вынуждены продавать их для получения денег по заниженной стоимости. Тем не менее в целом новая концепция инвестирования средств эндаументов не претерпела существенных изменений. Однако до 5% активов фонды стали держать в так называемом кэше – краткосрочных денеж-

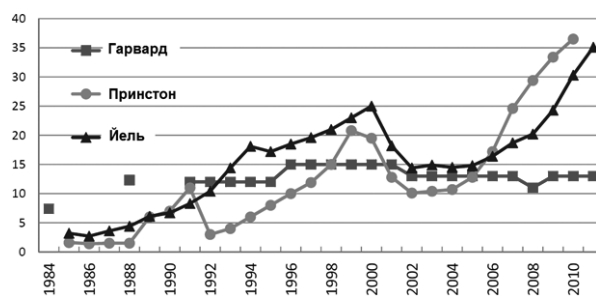
ных инструментах. В целом, по данным американской организации NACUBO (The National Association of College and University Business Officers), в среднем эндаументы, капитал которых превышает 1 млрд долл. (суммарно – 70% от капитала вузовских эндаументов), 61% средств инвестируют в альтернативные стратегии, еще 15% – в акции на зарубежных фондовых рынках и только 12% – в акции на внутреннем рынке, 9% – в облигации и депозиты, 3% – держат в деньгах или в краткосрочных высоколиквидных бумагах.

В то же время следует отметить, что по табл. 4 можно наблюдать полную корреляцию – чем больше размер фонда, тем меньше он инвестирует в акции на местном фондовом рынке и инструменты с фиксированной доходностью и больше – в альтернативные стратегии. Сравнение распределения активов в двух полярных группах эндаументов – размером более 1 млрд долл. и менее 25 млн долл. – можно сделать на основе табл. 4 и диаграмм 2 и 3. Кроме того, данные диаграммы показывают распределение инвестиций внутри альтернативных стратегий.

Что касается «суперэндаументов» – таких, как Гарвард, Йель и др., являющихся элитой в элите даже среди эндаументов с капиталом более 1 млрд долл., то и здесь корреляция между размером и инвестициями продолжится – они инвестируют еще меньше активов в акции и инструменты с фиксированной доходностью и больше – в альтернативные стратегии. Отметим, что в России всего два эндаумента попадали бы в группу с размером от 101 до 500 млн долл., два – от 25 до 50 млн долл., а остальные – менее 25 млн долл. У американских эндаументов с капиталом менее 25 млн долл. только 11% приходится на альтернативные стратегии и 14% – на вложения в акции на зарубежных фондовых рынках (см. табл. 3). И поскольку у них нет возможности найма наиболее профессиональных управляющих, многие данные фонды управляют средствами не самостоятельно, а через механизм доверительного управления.

График 5

Доля средств эндаумента, инвестированных во внебиржевые вложения (private equity), 1990 – 2011 гг., %



Источник: Goetzmann N. *Competition among University Endowments* / N. Goetzman, S. Oster // NBER Working Paper Series. Working Paper 18173. P. 24.

Таблица 3

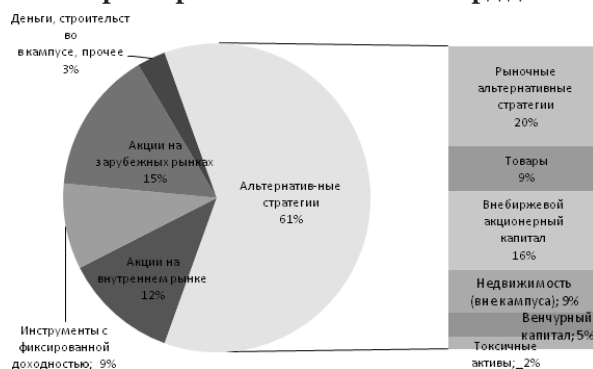
Распределение активов американских вузовских эндаументов в 2012 финансовом году

Размер эндаумента (млн долл.)	Акции на фондовом рынке США	Инструменты с фиксированным доходом	Акции на зарубежных фондовых рынках	Альтернативные стратегии	Источник поступлений
< 1 000	12	9	15	61	3
501-1000	18	12	17	48	5
101-500	25	16	18	36	5
51-100	31	22	18	24	5
25-50	35	24	16	19	6
< 25	39	29	14	11	7

Источник: <http://www.nacubo.org/Documents/research/2012NACUBOPublicTablesAssetAllocationsFinalJanuary222013.pdf>

Диаграмма 2

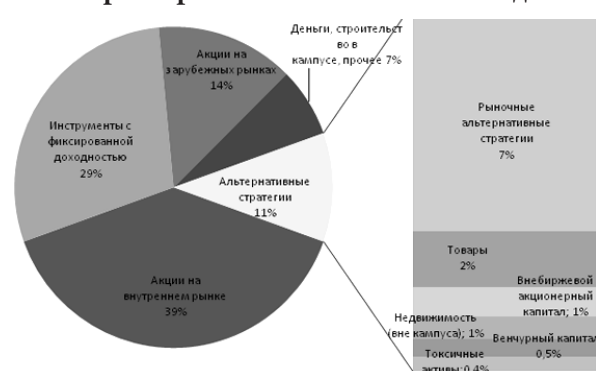
Инвестиционные стратегии эндаументов США с размером активов более 1 млрд долл.



Источник: составлено автором по данным The 2012 NACUBO-Commonfund Study of Endowments.

Диаграмма 3

Инвестиционные стратегии эндаументов США с размером активов менее 25 млн долл.



Источник: составлено автором по данным The 2012 NACUBO-Commonfund Study of Endowments.

Таким образом, были рассмотрены совершенно отличающиеся друг от друга стратегии фондов Глобал и Йеля, наглядно их различия показывает табл. 4.

Долгосрочная доходность стратегий фонда Глобал и эндаумента Йеля

В табл. 5 показана годовая доходность фондов Глобал, Йеля и эндаументов в среднем (по суверенным инвестиционным фондам среднюю доходность посчитать невозможно, так как не все из них предоставляют подобную статистику). Инвестиционная стратегия Йеля в долгосрочной перспективе приносит большую прибыль по сравнению со стратегией Глобал. При этом следует принимать во внимание размер активов фонда Глобал, который превышает активы Йеля

Таблица 4

Сравнение инвестиционных стратегий суверенных инвестиционных фондов (на примере Глобал) и эндаументов (на примере Йеля)

Размер эндаумента (млн долл.)	Акции на фондовом рынке США	Инструменты с фиксированным доходом
Размер активов и место среди аналогичных фондов	716 млрд долл., первое место среди институциональных инвесторов мира	19,4, второе место среди вузовских эндаументов США
Благополучатель	Страна (Норвегия, госбюджет)	Университет (Йель, бюджет)
Стратегия относительно динамики рынка	Ориентация на β -коэффициент – полная корреляция изменения стоимости портфеля с динамикой рынков	Ориентация на α -коэффициент – стремление к росту портфеля без связи с динамикой рынка
Отношение к эффективности фондового рынка	Мнение об эффективности фондового рынка и долгосрочном его росте	Инвестиции на фондовом рынке: 17,5% от портфеля
Отношение к активному менеджменту	7% портфеля, 44 человека	Ориентация на активный менеджмент
Внебиржевые инвестиции (private equity)	0%	35% портфеля
Недвижимость	До 5% портфеля	22% портфеля
Доля внутреннего рынка	0%	Акции и облигации < 10%, с учетом альтернативных инвестиций < 50%

Источник: составлено автором.

Таблица 5

Доходность фонда Глобал, эндаумента Йеля, средняя доходность эндаументов США, 1999 – 2012 гг.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	В среднем
Фонд Глобал	12,44	2,49	-2,47	-4,74	12,59	8,94	11,09	7,92	4,26	-23,3	25,62	9,62	2,36	13,4	5,2
Эндаументы вузов США	Нет данных	12,1	-3,5	-6,2	3,2	15,3	9,3	10,8	17,2	-3	-19,7	11,9	19,2	-0,3	5,1
Эндаумент Йеля	12,2	41,0	9,2	0,7	8,8	19,4	22,3	22,9	28	4,5	-24,6	8,9	21,9	4,7	12

Источник: отчеты за соответствующие годы эндаумента Йеля [electronic resource] – mode of access: <http://investments.yale.edu/index.php/reports/endowment-update>; отчеты Глобал [electronic resource] – mode of access: <http://www.regjeringen.no/en/dep/fin/Selected-topics/the-government-pension-fund/government-pension-fund-global-gpfg.html?id=697027>; The Commonfund NACUBO Endowment Study [electronic resource] – mode of access: <http://www.nacubo.org/Documents/research/2012NCSEPublicTablesAnnual%20RatesReturnFinalJanuary222013.pdf>

в 40 раз. Позволил бы такой размер активов (по этому показателю, как было сказано выше, Глобал является крупнейшим институциональным инвестором в мире) следовать стратегии, аналогичной Йелю?

На наш взгляд, позволяет, поскольку на Глобал приходится менее 0,4% активов мировой финансовой системы, а инвестиции фонда осуществляются диверсифицированно, следовательно, они могут быть постепенно распределены в другие виды активов, и это не будет оказывать существенного влияния на ценообразование. Однако этого не произойдет, поскольку подходы к формированию концепции инвестирования Глобал и Йеля, как показано в табл. 4, полностью отличаются. Пожалуй, основной особенностью концепции Глобал является уверенность финансистов фонда в долгосрочной эффективности рынков, а основной особенностью Йеля – активное управление инвестициями, кроме того, здесь необходимо учитывать и человеческий фактор – талант Д. Свенсена, поэтому повторить ее другим фондам несколько сложнее.

Важно отметить, что обе концепции позволяют опережать инфляцию, поэтому они обе являются эффективными и изучаются другими институциональными инвесторами и финансистами.

В табл. 6 показана доходность эндаументов в зависимости от размера за последние 10 лет. По таблице отчетливо прослеживается корреляция между размером эндаумента (а соответственно и теми расходами на управление инвестициями, которые фонд может себе позволить) и доходность. Опять же, доходность «суперэндаументов» – еще выше. Следует также отметить, что у определенной части общества и СМИ существует скепсис относительно эффективности концепций как Глобал, так и Йеля. В наибольшей степени это проявляется в кризисные годы. Фонд Глобал демонстрировал отрицательную доходность в 2001 – 2002 гг. и в 2008 г. эндаумент Йеля прошел через кризис 2001 – 2002 гг. без падения стоимости активов.

Тем более неожиданным оказался следующий кризис, когда стоимость активов упала на четверть. В этой связи оба фонда стремятся быть максимально транспарентными: Глобал – для

норвежского общества, Йель – для выпускников и общества в целом. Кроме того, несмотря на проседания и существенную волатильность доходности, в среднем она опережает инфляцию. Кроме того, стратегии нестатичны – на основе их практического применения вносятся коррективы.

В табл. 7 дается сравнение доходности эндаументов и индексов рынков акций – S&P 500, Russell 3000, MSCI World; облигаций – Barclays U.S. Average Bond; смешанного портфеля, состоящего из 60% акций и 40% облигаций; инфляции в США и инфляции для высшей школы, поскольку динамика зарплат и других расходов вузов отличается от инфляции. Средняя доходность эндаументов опережает любой из данных индексов, в том числе и доходность наиболее маленьких эндаументов опережает индексы, т.е. в результате инвестирования средства эндаументов в реальном выражении растут.

Таблица 6

Доходность вузовских эндаументов США, 2003 – 2012 гг.

Размер эндаумента	Доходность
> \$1 млрд	7,6
\$0,5 – 1 млрд	6,6
\$101 – 500 млн	6,0
\$51 – 100 млн	5,7
\$25 – 50 млн	5,8
< \$25 млн	5,7
Все эндаументы	6,2

Источник: <http://www.nacubo.org/Documents/research/2012NCSEPublicTablesAvgOneThreeFiveandTenYearReturnsFinalJanuary222013.pdf>

Таблица 7

Сравнение доходности эндаументов с фондовыми индексами и инфляцией, 2003–2012 гг.

Индекс	S&P 500	Russell	60/40 S&P/Barkla	MSCI World ex. U.S.	Barclays U.S. Average Bond	Инфляция	Инфляция для высшей школы, США	Эндаументы
Доходность	5,3	5,8	5,4	5,6	5,6	2,8	3,8	6,2

Источник: <http://www.nacubo.org/Documents/research/2012NCSEPublicTablesAvgOneThreeFiveandTenYearReturnsFinalJanuary222013.pdf>

Анализ инвестиционной политики эндаумент-фондов и суверенных инвестиционных фондов показывает, что кардинальные изменения в концепции инвестирования стали происходить с конца 1980 – начала 1990-х гг. До 1993 г. темпы роста эндаумента Йеля были ниже темпов инфляции, де-факто капитал обесценивался. Это стало основным фактором, обусловившим изменение подхода и переход к активному менеджменту. Фонд Глобал следует менее рискованной стратегии, чем Йель, тем не менее оба данных институциональных инвестора перестали ориентироваться на консервативные инструменты – облигации и депозиты и используют другие варианты – Глобал – акции, Йель – внебиржевые инвестиции, хедж-фонды, вложения в недвижимость и др. Кроме того, происходит географическая дифференциация, поскольку только внутренний рынок, хотя очевидно, что именно по нему у инвестора наилучшая экспертиза, не

обеспечивает необходимую доходность. При расширении спектра инструментов, в которые вкладываются средства, увеличивается и волатильность доходов, которая в кризисные годы оказывается отрицательной – в этой связи институциональные инвесторы обязаны быть и транспарентными, и, более того, объяснять обществу мотивы изменения инвестиционной стратегии.

Изучение инвестиционной политики зарубежных институциональных инвесторов, понимание лучшей мировой «практики» имеют большую актуальность для России в связи с развитием в нашей стране эндаументов и важностью, в том числе с точки зрения макроэкономической политики России и решения социальных задач, выработки оптимальной политики инвестирования средств российских суверенных инвестиционных фондов – Фонда национального благосостояния и Резервного фонда.

Список литературы

1. Lund S. Financial Globalization: Retreat or Reset. McKinsey Global Institute, March 2013, p. 2. Available at: http://www.mckinsey.com/insights/global_capital_markets/financial_globalization
2. Сайт Всемирного Банка. Режим доступа: <http://wdi.worldbank.org/table/1.1>
3. Dimson E., Marsh P., Staunton M. Global Investment Returns Sourcebook, 2013. Zurich: Credit Suisse Research Institute.
4. Chambers D., Dimson E., Ilmanen A. The Norway Model. Available at: <http://ssrn.com/abstract=1936806>
5. Goetzmann N., Griswold J., Tseng Y-F. Educational Endowments in Crises. The Journal of Portfolio Management, Summer 2010, Vol. 36, No.4.
6. Yale Report 2012, p.: cover, without number.

Об авторе

Бирюков Евгений Сергеевич – к.э.н., доцент кафедры МЭО и ВЭС МГИМО(У) МИД России, исполнительный директор Эндаумент-фонда МГИМО. Научные интересы: внешнеэкономические связи России, экономика стран ССАГПЗ (аравийские монархии), модернизация. E-mail: biryukov_e@mail.ru

INVESTMENT STRATEGIES OF INSTITUTIONAL INVESTORS: SOVEREIGN WEALTH FUNDS VS ENDOWMENTS

E.S. Biryukov

Moscow State Institute of International Relations (University), 76, Prospect Vernadskogo, Moscow, 119454, Russia.

Abstract: The paper considers two main original approaches to investing the assets of institutional investors (the total amount of their assets in the world is about 100 trillion dollars) – the one of Norway's sovereign wealth fund Global and approach of Yale's endowment fund. Fund Global with assets of \$ 716 billion dollars is the largest institutional investor in the world, its strategy is based on the assumption that markets are efficient and their long-term growth lies in the balance of investment in stocks, bonds, and, since more recent time - in real estate. Financiers of Yale in the 1990s revolutionized the approach to

investment, firstly, by reducing the proportion of stocks and bonds in favor of private equity and real estate, and secondly, by shift from investments in the domestic market to foreign markets. Not all institutional investors are ready to follow these strategies because of the risk of negative returns in times of crises, but in the medium- and long-term, these approaches allow to beat inflation. For example, Yale's endowment has grown since 1985 to 2012 from 1.6 to 19 billion dollars, and high yield allows to transmit 1 billion dollars (!) to the budget of the university annually. Endowment funds are one of the key sources of revenues of leading American universities. Analysis of the investment policy of endowment funds and sovereign wealth funds shows that fundamental changes in the concept of investing began to occur since the late 1980s - early 1990s. Institutional investors of both these types ceased to focus on conservative instruments - bonds and deposits, and use other options: Global - stocks, Yale - private equity, hedge funds, real estate investments, etc. With the expand of the spectrum of instruments in which the funds are invested the income volatility increases either, and therefore the institutional investors should be both transparent and explain to the public the motives of investment strategy changes.

Key words: endowment-fund, Yale endowment, institutional investor, sovereign wealth fund.

References

1. Lund S. Financial Globalization: Retreat or Reset. McKinsey Global Institute, March 2013, p. 2. Available at: http://www.mckinsey.com/insights/global_capital_markets/financial_globalization
2. World Development Indicators (2012). Available at: <http://wdi.worldbank.org/table/1.1>
3. Dimson E., Marsh P., Staunton M. Global Investment Returns Sourcebook, 2013. Zurich: Credit Suisse Research Institute.
4. Chambers D., Dimson E., Ilmanen A. The Norway Model. Available at: <http://ssrn.com/abstract=1936806>
5. Goetzmann N., Griswold J., Tseng Y-F. Educational Endowments in Crises. The Journal of Portfolio Management, Summer 2010, Vol. 36, № 4.
6. Yale Report 2012, p.: cover, without number.

About the author

Evgeny S. Biryukov – PhD in Economics, associate professor of the Department of International Economic Relations and External Economic Relations of Russia, has been working on the position of managing director of MGIMO Endowment Fund since 2007 till present. His scientific interests are: endowment-funds, economy of the GCC states, foreign economic relations of Russia, modernization. The law on endowments was enacted in Russia in 2006, MGIMO's fund is one of the largest in Russia. E-mail: biryukov_e@mail.ru