

Голубцова С. О.,

Студентка магістерської програми 2 р. н., НаУКМА

Долінський Л. Б.,

Доктор економічних наук, професор кафедри фінансів, НаУКМА

РОЛЬ АЛЬТЕРНАТИВНИХ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ІНСТРУМЕНТІВ У ДИВЕРСИФІКАЦІЇ ПОРТФЕЛЯ ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕТОРІВ

Вступ. Альтернативні інвестиційні інструменти (інвестиції поза межами традиційних акцій, облігацій та грошового ринку) набувають все більшої популярності у портфелях інституційних інвесторів. Глобальний ринок альтернативних інвестицій стрімко зріс за останні два десятиліття - з \$4,8 трлн у 2003 році до близько \$22 трлн у 2023 році [1]. Така динаміка пов'язана з пошуком інвесторами вищої доходності та кращої диверсифікації: традиційна модель «60% акцій/40% облігацій» зазнала викликів, особливо, враховуючи, що кореляція між акціями та облігаціями сягнула максимуму за 40 років, що вимагає переглянути стратегії диверсифікації [2]. Інституційні інвестори зіткнулися з викликом забезпечення цільових показників доходності при прийнятному рівні ризику в умовах низьких процентних ставок та підвищеної волатильності ринків. Альтернативні інструменти стали актуальними, оскільки вони мають низьку кореляцію з традиційними ринками і здатні підвищити стійкість портфеля.

Постановка проблеми. Водночас використання альтернативних інвестицій пов'язане з низкою викликів для інституційних інвесторів. По-перше, багато альтернативних активів малоліквідні (як от інвестиції в нерухомість або приватний капітал), що ускладнює швидке коригування портфеля у разі потреби. По-друге, оцінка та моніторинг ризиків альтернативних інструментів є складнішими: розподіл доходностей часто є ненормальним, присутні «жирні хвости» ризиків, тому стандартні підходи потребують доповнення спеціалізованими метриками. По-третє, регуляторні обмеження зобов'язують інституційних інвесторів

дотримуватися певних нормативних вимог, що може стримувати збільшення частки альтернатив. Таким чином, актуальність теми зумовлена необхідністю збалансувати потенційні вигоди від альтернативних інвестицій із належним управлінням ризиками. У даному дослідженні розглянуто сучасний стан ринку альтернативних інвестицій, методи оцінки їх ефективності та практику застосування інституційними інвесторами, щоб визначити їхню роль у диверсифікації портфеля з різних перспектив.

Виклад основного змісту. До основних категорій альтернативних інвестицій належать: хедж-фонди, приватний капітал, нерухомість, інфраструктурні проекти, приватний борг, сировинні товари та цифрові активи. Хедж-фонди представляють собою інвестиційні фонди, що використовують активні стратегії управління та часто застосовують короткий продаж, кредитне плече та деривативи для отримання незалежного від ринку доходу. Приватний капітал включає інвестиції в приватні компанії поза фондовою біржею (наприклад, викуп компаній, венчурні інвестиції) з метою підвищення їхньої вартості та подальшого продажу чи виходу на IPO (Initial Public Offer). Такі інвестиції малоліквідні, проте історично забезпечували премію дохідності порівняно з публічними акціями завдяки премії за неліквідність і активному управлінню. Комерційна нерухомість приваблива завдяки стабільним грошовим потокам від оренди та функцією захисту від інфляції, хоча також менш ліквідна та піддається ризику зміни цін на ринку нерухомості. Цифрові активи, такі як біткоїн та інші криптовалюти, а також токенизовані активи, з'явилися відносно недавно і є волатильним, але потенційно високоприбутковим класом. Деякі інституційні інвестори починають виділяти на них невелику частку портфеля для диверсифікації, хоча висока невизначеність і регуляторні вимоги поки обмежують ширше впровадження.

Ринок альтернативних інвестицій стабільно росте. За даними CAIA Association, сумарні глобальні активи під управлінням в альтернативних класах активів на 2023 рік становлять близько \$22 трлн, що дорівнює 15% всіх світових

інвестиційних активів [3]. Структура цього ринку значно диверсифікувалася: якщо 20 років тому переважали хедж-фонди, то станом на сьогодні найбільшу частку займає приватний капітал, який складає орієнтовно 40-45% всіх альтернативних інвестицій, хедж-фонди - 20-25%, а нерухомість близько 15-20%, інфраструктура та інші реальні активи - менше 10% кожна. Цифрові активи поки що займають відносно невелику частку у сукупному обсязі альтернативних інвестицій, однак швидко зростають (сукупна ринкова капіталізація криптовалют наприкінці 2023 року перевищила \$1,6 трлн, подвоївшись протягом року) [4].

За останні роки ринок альтернативних інвестицій зберіг позитивну динаміку навіть на тлі волатильності фінансових ринків. Інституційні інвестори поступово збільшують алокацію коштів у альтернативи. Так, дослідження по пенсійних фондах штатів США показало, що їхні середньозважені вкладення в альтернативні активи зросли з 30% до 40% загального портфеля всього з 2018 по 2023 роки [3].

Нижче наведено приклад як змінювалась алокація активів у закритій групі з 65 державних пенсійних планів за останні 5 років.

Таблиця 1. Розподіл альтернативних інвестицій за класом активів у закритій групі з 65 державних пенсійних планів США за фінансовими роками з 2019 по 2023 роки, %

Категорія	2019	2020	2021	2022	2023
Американський капітал	13.53	12.7	13	10.47	10.37
Неамериканський капітал	9.4	8.63	8.85	7.32	6.91
Глобальний капітал	23.1	24.49	24.09	21.87	23.99
Фіксований дохід	21.23	22.09	20.06	18.94	18.32
Грошові кошти	0.92	0.45	0.8	0.93	0.86
Приватний капітал	10.17	10.44	12.65	15.03	14.85
Нерухомість	13.21	12.9	12.31	15.72	15.2
Хедж-фонди	3.03	2.71	2.87	3.1	2.77
Інше	5.41	5.59	5.37	6.62	6.73

Джерело: Складено автором за даними джерел [1,3]

Найбільше зросла частка приватного капіталу, тоді як частка хедж-фондів дещо знизилася. В результаті альтернативні інвестиції наразі забезпечують суттєвий внесок у дохідність і стійкість портфельів. Окрім пенсійних фондів, аналогічні тенденції спостерігаються серед університетських ендаументів: класичний приклад - фонд ендаументу Єльського університету, який вже у 2019 році тримав близько 60% свого портфеля в альтернативних активах [5].

Очікується, що глобальний обсяг альтернативних активів під управлінням буде й надалі зростати високими темпами. За прогнозами Preqin, до 2029 року сукупний AUM альтернативного інвестиційного сектору сягне \$29,2 трлн, тобто майже подвоїться порівняно з рівнем, який був на початку десятиліття [6]. З темпів зростання цього сектору можна зробити висновок, що альтернативні інвестиції стали невід'ємною складовою глобальної фінансової системи і продовжують набирати обертів.

Методи оцінки ефективності альтернативних інвестицій

Оцінка ефективності та ризиків альтернативних інвестицій потребує використання як класичних фінансових метрик, так і спеціалізованих підходів, зважаючи на специфіку альтернативних класів активів. Нижче розглянуто ключові показники, що застосовуються для аналізу дохідності й ризику альтернативних інструментів.

- **Value at Risk (VaR)** - один з найпоширеніших показників ризику, використовується для кількісної оцінки потенційних втрат портфеля. VaR визначає максимальний розмір збитків, який портфель може понести за визначений період часу з заданою ймовірністю. Наприклад, 1-місячний VaR=5% на довірчому рівні 95% означає, що з ймовірністю 95% за місяць втрати не перевищать 5% від вартості портфеля. Щоб краще оцінити «хвости» розподілу ризику часто використовують Conditional VaR (CVaR). Для альтернативних портфельів з високою невизначеністю CVaR дає більш повне уявлення про можливі збитки.

- **Коефіцієнт Шарпа** - класичний показник, що вимірює дохідність портфеля з поправкою на ризик. Розраховується як відношення надлишкової дохідності до стандартного відхилення портфеля [7]. Високий коефіцієнт Шарпа означає, що інвестор отримує більше віддачі на одиницю прийнятого ризику. Однак розподіл прибутків від альтернативних інвестицій часто відхиляється від нормального. У таких випадках Шарп може бути нерелевантним. Наприклад, фонд з нерегулярними великими прибутками і малими збитками може мати високий стандартний ризик, але це не означає поганий ризик-профіль для інвестора. Тому для альтернативних інструментів, що характеризуються асиметрією доходностей, можна застосовувати коефіцієнт Сортіно.
- **Коефіцієнт Сортіно** - модифікація коефіцієнта Шарпа, яка враховує лише просідання, тобто негативні відхилення від середньої цільової дохідності [8]. Коефіцієнт Сортіно розраховується як відношення надлишкової дохідності до стандартного відхилення тільки від'ємних доходностей, фокусуючи увагу на ризику втрат і ігноруючи волатильність. Для альтернативних інвестицій, де розподіл доходностей може мати великі позитивні «хвости», цей коефіцієнт надає більш адекватну оцінку ризик-дохідності. Наприклад, хедж-фонд з високою загальною волатильністю, але переважно за рахунок значних прибутків, матиме кращий Sortino, ніж Sharpe, що відобразить його справжню ефективність для інвестора, тож використання цих двох показників в комплексі дає більш повне уявлення.
- **Внутрішня норма дохідності (Internal Rate of Return)** - показник, що широко застосовується для оцінки ефективності неліквідних альтернативних інвестицій, які генерують грошові потоки у часі. IRR визначається як ставка дисконту, при якій чиста приведена вартість всіх грошових потоків проекту дорівнює нулю [9]. Цей показник зручний тим, що дозволяє порівнювати різні проекти та фонди за їх довгостроковою прибутковістю, незалежно від

графіку надходження коштів. Для венчурних фондів чи фондів прямих інвестицій на практиці наводять саме IRR за весь період існування фонду.

Як згадувалось на початку, альтернативні інвестиції часто мають меншу прозорість у оцінці. Наприклад, оцінки вартості приватних компаній чи нерухомості проводяться періодично, а не щоденно, тому метрики можуть базуватися на згладжених даних. Загалом, комбінування кількох методів оцінки забезпечує більш об'єктивну картину ефективності альтернативних інструментів у складі портфеля.

Опитування та тренди

Згідно з глобальними опитуваннями, інституційні інвестори планують і надалі збільшувати частку альтернатив. Дослідження Natixis 2024 року показало, що 65% інституційних інвесторів вважають портфель з 20% альтернатив більш здатним перевершити класичний 60/40 у найближчі роки [10]. Вже зараз альтернативи займають значну частку портфелів: за даними того ж опитування, в середньому 83% усіх альтернативних алокацій припадає на приватні ринки, тоді як частка хедж-фондів менша. Більшість установ зазначили, що планують утримувати або збільшувати свої позиції в альтернативних активах: 88% респондентів будуть зберігати або нарощувати вкладення в приватний борг, 90% - в інфраструктуру, 83% - в приватний капітал [10]. Ці цифри підтверджують усталену тенденцію: інституційні інвестори розглядають альтернативи як стратегічний компонент портфеля, а не як другорядний експеримент.

Висновки

Роль альтернативних інвестицій у диверсифікації портфеля інституційних інвесторів в сучасних умовах є надзвичайно важливою і, ймовірно, буде зростати у майбутньому. Проведений аналіз показав, що альтернативні інструменти здатні суттєво підвищити ефективність портфеля за рахунок отримання додаткових джерел доходу та зниження загального ризику завдяки низькій кореляції з традиційними ринками, а історичні дані демонструють, що збалансована частка

альтернатив може підвищити середньорічну дохідність портфеля та поліпшити показники ризик-доходності. Особливо цінною є диверсифікація для періодів стресу: коли одночасно падають і акції, і облігації, альтернативи (наприклад, деякі хедж-фонди або золото) можуть стримати просідання портфеля. Таким чином, стійкість портфеля інституційного інвестора значно підвищується за рахунок включення альтернативних активів. Очікується подальше зростання цього ринку до десятків трильйонів доларів у найближчі 5-10 років та розширення кола інвесторів, оскільки до альтернатив все активніше долучаються не лише пенсійні фонди та страховики, а й роздрібні інвестори. Разом з тим, альтернативні інвестиції потребують високої кваліфікації в управлінні. Вони привносять ризики неліквідності, непрозорості та складності оцінки. Тому для інституційних інвесторів ключовим є вироблення компетентної стратегії управління альтернативним портфелем. Для того щоб використати повною мірою потенціал альтернатив у формуванні стійких портфелів, інституційним інвесторам необхідно дотримуватися збалансованого підходу. Лише за таких умов альтернативні інвестиції виконуватимуть свою позитивну роль - приносити додаткову дохідність та стабільність портфелям, слугуючи важливим інструментом забезпечення фінансової стійкості інституцій у довгостроковій перспективі.

Список використаних джерел

1. January 2024: The Next \$20 Trillion in Alternative Investments. Chartered Alternative Investment Analyst Association, 2024. URL: <https://caia.org/content/january-2024-next-20-trillion-alternative-investments#:~:text=A%20long%20time%20ago,%20in,CAIA%20New%20York%20hosted%20a> (дата звернення: 12.03.2025).
2. Dave Goodsell. Six trends driving private investment in 2024. Natixis Investment Managers, 2024. URL: <https://www.im.natixis.com/content/dam/natixis/website/insights/investor-sentiment/2024/private-assets-report/RC108-0324-Private-Assets-Full-Report-F.pdf>.
3. L. Nesbitt S. Institutional Embrace of Alternatives Reaches 40% of Assets. Chartered Alternative Investment Analyst Association, 2024. URL: <https://caia.org/blog/2024/08/06/>

institutional-embrace-alternatives-reaches-40-assets#:~:text=Key%20takeaways%20are:%201,hedge%20funds%20and%20risk%20parity.

4. Digital Asset Data: 2023 Recap and 2024 Trends - Digital Asset Research. Digital Asset Research. URL: <https://www.digitalassetresearch.com/digital-asset-data-2023-recap-and-2024-trends/#:~:text=Trends%20www,Bitcoin's%20price%20rising%20from> (дата звернення: 12.03.2025).
5. Gorelick E. Yale's endowment, explained. YALE DAILY NEWS PUBLISHING CO., INC. 2022. URL: <https://yaledailynews.com/blog/2022/10/24/yales-endowment-explained/#:~:text=alternative%20investments,60%20percent%20of%20Yale's%20portfolio>.
6. WAI M. Alternatives market to hit US\$30tn by 2030: Preqin. Preqin. URL: <https://www.financialstandard.com.au/news/alternatives-market-to-hit-us-30tn-by-2030-preqin-179805840#:~:text=The%20global%20alternatives%20industry%20is,throughout%20the%20period,%20Preqin%20said>.
7. Sharpe ratio definition - Risk.net. Risk.net. URL: <https://www.risk.net/definition/sharpe-ratio#:~:text=The%20Sharpe%20ratio%20is%20a,positive%20shocks%20augment%20the%20portfolio's> (дата звернення: 12.03.2025).
8. Kenton W. Sortino Ratio: Definition, Formula, Calculation, and Example. Investopedia. URL: <https://www.investopedia.com/terms/s/sortinoratio.asp#:~:text=What%20Is%20the%20Sortino%20Ratio?> (дата звернення: 12.03.2025).
9. Contributors to Wikimedia projects. Internal rate of return - Wikipedia. Wikipedia, the free encyclopedia. URL: https://en.wikipedia.org/wiki/Internal_rate_of_return#:~:text=The%20IRR%20of%20an%20investment,positive%20cash%20flows (дата звернення: 12.03.2025).
10. Dave Goodsell. Six trends driving private investment in 2024. Natixis Investment Managers, 2024. URL: <https://www.im.natixis.com/content/dam/natixis/website/insights/investor-sentiment/2024/private-assets-report/RC108-0324-Private-Assets-Full-Report-F.pdf>.