

ПЕРСПЕКТИВЫ ИНВЕСТИРОВАНИЯ ПЕНСИОННЫХ КАПИТАЛОВ В РОССИИ

В.А. Матвеев

Нижегородский государственный университет

В 2003 г. на российском финансовом рынке появился новый сегмент, в перспективе емкий и интересный — инвестирование средств для финансирования трудовых пенсий, которое является одной из основ пенсионной реформы.

Накопительная пенсионная система аккумулирует в себе сбережения граждан, которые окажутся востребованными приблизительно через 25–30 лет. Даже сейчас у негосударственных пенсионных фондов срок накопления капитала составляет порядка 10 лет. Это идеальный источник долгосрочных инвестиций в реальный сектор экономики, который может обеспечить стране устойчивый экономический рост. А с другой стороны, это лакомый и очень большой кусок, который мечтает заполучить в свое распоряжение любая финансовая структура.

Данный уровень пенсионной системы постепенно развивается и структурируется, негосударственные пенсионные фонды создают свои профессиональные объединения и ассоциации, для того чтобы было легче обмениваться опытом, технологиями, пенсионными продуктами. Так, например, в этих целях создана и успешно развивается Ассоциация накопительных пенсионных фондов. Она объединяет в первую очередь те фонды, которые преимущественно ориентируются на работу с гражданами.

В настоящее время можно выделить следующие проблемы, которые затрудняют процесс социально-эффективного управления пенсионными капиталами:

- слабое развитие добровольного пенсионного обеспечения в России, а также отсутствие серьезной законодательной базы по нему;
- отсутствие детальной информации об управляющих компаниях, а также низкий уровень доверия к ним со стороны населения;
- невысокая заинтересованность частных управляющих компаний и ограниченность времени на прием пенсионных накоплений;
- отсутствие опыта управления пенсионными капиталами у частных управляющих компаний, низкая эффективность государственного управления пенсионными накоплениями.

На 1 января 2003 г. пенсионные накопления в ПФР составили 39,95 млрд руб. (0,37% от ВВП), причем 1,36 млрд руб. из них были получены в виде дохода от временного размещения средств в государственных ценных бумагах. Таким образом, доходность этих вложений составила около 8%, что в условиях инфляции более 15% за 2002 г. означает сокращение реального размера пенсионных накоплений. В 2003 г. доходность вложений ПФР составила 10–12%, что меньше прогнозируемой величины инфляции и означает отрицательную ставку реальной доходности инвестиций. Доходы Пенсионного фонда РФ по накопительной части в 2003 г. выросли на 3 млрд руб. превысили запланированные и составили 51 млрд руб., а общая величина пенсионных накоплений составила на 1 января 2004 г. 99 млрд руб.

Первоначально все накопленные средства находились в Пенсионном фонде России (ПФР) и инвестировались в государственные ценные бумаги. Ради этого не стоило бы затевать реформу: выплата пенсий и раньше была обязанностью государства, а обслуживание государственных облигаций производится за счет налогов. Главный смысл заключается в другом: разрешить гражданам переводить

накопленные в их пользу деньги в *частные управляющие компании (УК)* и *негосударственные пенсионные фонды (НПФ)*. Предполагается, что частные структуры смогут управлять этими средствами эффективнее и к тому же путем приобретения корпоративных ценных бумаг помогут финансированию реального сектора экономики.

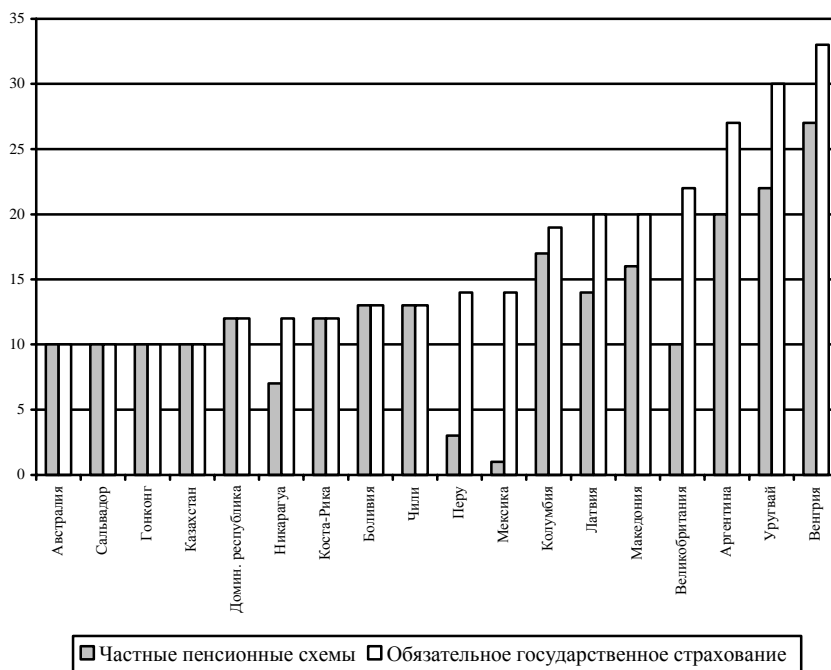


Рис. 1. Ставки взносов в государственные и частные пенсионные схемы в странах, где существуют обязательные частные пенсионные схемы (%)*

Таблица 1

Прогноз динамики развития пенсионной системы Российской Федерации*

Год	Ежегодные взносы в базовый и страховой пенсионные компоненты, млрд долл. США	Ежегодные взносы в накопительный пенсионный компонент, млрд долл. США	Средства, аккумулированные в накопительной системе	
			млрд долл. США	% КВВП
2002	15,6	1,3	1,3	0,4
2003	16,9	1,4	2,9	0,9
2005	19,9	2,6	8,4	2,2

* Указанные ставки пенсионных взносов относятся к системам в государственном управлении, ставки для обязательного государственного второго уровня показаны светлым цветом, для первого (распределительного) уровня — темным.

* Министерство торговли и экономического развития Российской Федерации.

Окончание таблицы 1

2007	22,6	3,8	17,5	4
2010	26,9	5,1	37,3	7,5
2015	36,6	8,3	93,6	15,2
2020	43,6	11,1	188,2	25,8
2025	48,5	13,1	326,3	41,5

Для справки: на начало 2002 года ежегодные выплаты пенсионерам составляют порядка 400 млрд рублей, а остаток средств на счете ПФР в Центробанке — около 70 млрд рублей. В то же самое время в США за 2000 год выплачено пенсионерам государственных пенсий на 354 млрд долларов, а остаток на счете казначейства составляет 893 млрд долларов, то есть раз в 400 больше, чем то же для России.

В 2007 г. величина средств, аккумулированных в накопительной пенсионной системе, должна, по прогнозу Министерства экономического развития и торговли, составить 17,5 млрд долл., а к 2010 г. — 37,3 млрд долл. Необходимо отметить, что прогноз МЭРТ на 2002–2003 гг. совпадает с фактическими значениями. Оценка инвестиционной компании «Тройка Диалог» более осторожна: в 2007 г. совокупные пенсионные накопления будут равняться 10,2 млрд долл., в 2011 г. — 24,3 млрд долл.

На 1 января 2003 г. сумма добровольных взносов работников и работодателей в НПФ составила 11,56 млрд руб. (т. е. 28,9% от величины пенсионных накоплений ПФР), а количество участников фондов — 4,47 млн чел. (6,7% от числа занятых в экономике). На 1 января 2003 г. стоимость собственного имущества всех негосударственных пенсионных фондов равнялась 63,8 млрд, а к 1 апрелю 2003 г. она выросла до 81,2 млрд руб.

Добровольное пенсионное обеспечение построено на схожих с накопительной частью трудовой пенсии принципах. Поэтому представляется целесообразным разрешить работодателям сократить взносы на накопительную часть пенсии на 50% от суммы взносов на работника в НПФ. Аналогичным образом, если работник сам осуществляет взносы в НПФ, то целесообразно разрешить ему компенсировать за счет сокращения накопительной части пенсии до 50% взносов.

В случае, если работник не заявил о желании перевести свои средства в негосударственную управляющую компанию, накопительная часть пенсии остается в государственной управляющей компании. Учитывая отсутствие информации об управляющих компаниях, низкий уровень доверия к ним со стороны населения, невысокую заинтересованность частных управляющих компаний и ограниченность времени, большинство средств пенсионных накоплений населения остается в государственной управляющей компании, которой был выбран Внешэкономбанк (ВЭБ). По оценкам инвестиционной компании «Тройка Диалог», в 2007 г. в управление частных компаний поступит лишь 36% накопленных средств. Основным активом для инвестирования средств ВЭБ являются государственные ценные бумаги, что лишает инвестиций реальный сектор экономики. Поскольку доходность государственных облигаций ниже уровня инфляции, то реальная величина пенсионных накоплений может уменьшиться.

Для повышения доли средств, переданных в частные управляющие компании, необходимо проведение разъяснительной кампании о плюсах и минусах перевода средств в частные компании, а также предоставление сравнительной информации по управляющим компаниям с указанием структуры их портфелей и доходности вложений за предыдущие годы.

Кроме того, представляется целесообразным увеличение числа возможных вариантов размещения денежных средств управляющими компаниями за счет рас-

ширения списка допустимых активов для инвестиций путем включения в него прямых инвестиций в недвижимость, паев инвестиционных фондов, производных финансовых инструментов для сокращения рисков, принятия необходимых законов и подзаконных актов.

Основной проблемой частных управляющих компаний является выбор активов для своего инвестиционного портфеля.

Структура вложений зарубежных пенсионных фондов различна. В США и Великобритании в структуре инвестиционных портфелей преобладают акции (62% и 78% от величины пенсионного портфеля соответственно), что объясняется развитостью фондового рынка. В Германии на долю акций приходится лишь 8% инвестиций пенсионных фондов, а 74% средств размещается в ценных бумагах с фиксированной доходностью; в Мексике 96% средств инвестируется в ценные бумаги с фиксированной доходностью, а в акции — 0%. Основными активами, в которых размещают свои средства зарубежные пенсионные фонды, являются государственные и корпоративные облигации, акции, депозиты, ипотечные бумаги и недвижимость, акции и облигации иностранных эмитентов.

Таблица 2

*Доля акций и ценных бумаг с фиксированной доходностью
в инвестиционных портфелях пенсионных фондов в некоторых странах,
% от величины инвестиционного портфеля**

Страна	Акции	Ценные бумаги с фиксированной доходностью
Великобритания	78	14
США	62	27
Австралия	41	15
Бельгия	40	46
Бразилия	38	38
Швеция	28	62
Малайзия	16	55
Швейцария	14	69
Франция	14	36
Венгрия	14	19
Германия	8	74
Италия	8	63
Испания	5	76
Мексика	0	96

В Российской Федерации законодательством установлен список активов, в которых можно размещать средства накопительной части пенсии (см. табл. 3). В 2004 г. доля акций и облигаций в инвестиционном портфеле не должна превышать 40% и 50% соответственно. Причем доля ценных бумаг одного эмитента (группы связанных эмитентов) не должна превышать 5%. Эти требования позволяют обеспечить приток инвестиций в экономику (90% пенсионных средств может быть вложено непосредственно в российские компании), а также диверсифицировать вложения.

* Srinivas P.S., Whitehouse E. and Yermo J. Regulating Private Pension Funds' Structure, Performance and Investments: Cross-country Evidence. World Bank Social Protection Discussion Paper № 0113. July 2000.

Таблица 3

Структура инвестиционного портфеля управляющей компании в РФ*

Вид актива	Предельная величина ценных бумаг данного класса, % от инвестиционного портфеля	Предельная величина ценных бумаг данного класса одного эмитента, % капитализации эмитента	Требования к эмитенту
Государственные ценные бумаги Российской Федерации	Каждый выпуск — до 35%		
Государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации		10%	Ежеквартальная отчетность об исполнении бюджета; среднемесячный объем торгов не менее 400 тыс. руб.
Облигации муниципальных образований	40%	10%	Ежеквартальная отчетность об исполнении бюджета; среднемесячный объем торгов не менее 400 тыс. руб.
Облигации российских хозяйственных обществ	2004 г. — 50% 2005 г. — 60% 2006 г. — 70% с 2007 г. — 80%	10%	Не менее 1 000 акционеров; отсутствие убытков за 2 из 3 последних лет; стоимость чистых активов не менее 500 млн руб.; рыночная стоимость всех ценных бумаг не менее 30 млн руб.; среднемесячный объем торгов не менее 400 тыс. руб.
Акции российских эмитентов, созданных в форме открытых акционерных обществ	2004 г. — 40% 2005 г. — 45% 2006 г. — 55% 2007 г. — 65%	10%	Одно лицо (или аффилированные лица) владеет не более 75% акций; не менее 1000 акционеров; отсутствие убытков за 2 из 3 последних лет; стоимость чистых активов не менее 500 млн руб.; рыночная стоимость всех ценных бумаг не менее 300 млн руб.; среднемесячный объем торгов не менее 2 млн руб.

* Федеральный закон РФ от 24.07.02 № 111-ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации». Постановление Правительства РФ от 30.06.03 № 374 «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений в отдельные классы активов и определение максимальной доли отдельных активов в инвестиционном портфеле в соответствии со статьями 26 и 28 Федерального закона «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации».

Вид актива	Предельная величина ценных бумаг данного класса, % от инвестиционного портфеля	Предельная величина ценных бумаг данного класса одного эмитента, % капитализации эмитента	Требования к эмитенту
Государственные ценные бумаги иностранных государств, облигации и акции иных иностранных эмитентов	2004–2005 гг. — 5% 2006–2007 гг. — 10% 2008–2009 гг. — 15% 2010 г. — 20%		Инвестиции осуществляются через покупку паев (акций, долей) индексных инвестиционных фондов, размещающих средства в иностранные ценные бумаги
Ипотечные ценные бумаги	40%		Ипотечные ценные бумаги должны быть включены в котировальный лист, и исполнение обязательств по ним должно гарантироваться РФ
Депозиты в рублях в кредитных организациях	В одной организации — до 10%		
Денежные средства в рублях на счетах в кредитных организациях			
Иностранная валюта на счетах в кредитных организациях			

Примечание: максимальная доля одного эмитента или группы связанных эмитентов в инвестиционном портфеле не должна превышать 5%, за исключением государственных ценных бумаг Российской Федерации. Максимальная доля в инвестиционном портфеле ценных бумаг, эмитированных аффилированными компаниями управляющей компании и специализированного депозитария, не должна превышать 5%.

Таким образом, НПФ смогут вкладывать пенсионные деньги только в ценные бумаги. Прямое кредитование инвестиций в конкретные объекты запрещено. Рынок ценных бумаг, государственных и корпоративных, перенасыщен деньгами портфельных инвесторов. Приход на этот рынок дополнительно сотен миллиардов рублей его просто развалит. Сегодня Минфин вынашивает планы каким-то образом создать рынок для пенсионных денег. Вряд ли он сможет предложить что-то кроме длинных облигаций, решая свою проблему пролонгации внутреннего долга при одновременном снижении доходности ценных бумаг. НПФ на таких условиях работать не будут. Им предоставляется право часть средств инвестировать в иностранные бумаги. Сегодня квота эта не велика, но завтра может и увеличиться. Таким образом профессионалы из правительства отнимают рубли пенсионеров у потребительского рынка и выталкивают их из страны.

В настоящее время имеется 260 лицензированных пенсионных фондов, в управлении которых находится около 22 млрд рублей и около 5,5 млрд рублей (540 млн долларов США) в виде резервов. При этом суммарные активы негосударственных пенсионных фондов прирастают в среднем на полмиллиарда долларов в год.

Структура совокупных активов примерно такова:

- государственные краткосрочные облигации (сроком обращения до 1 года) — 0,3%;
- государственные среднесрочные и долгосрочные облигации (от 1 года и более) — 61%;
- ценные бумаги международных финансовых организаций — 4%;
- акции и облигации, включенные в листинг «А» КФБ — 21,4%;
- ценные бумаги местных исполнительных органов РК — 0,3%;
- ценные бумаги иностранных эмитентов — 3%;
- депозиты банков второго уровня — 10%.

То есть совокупный портфель пенсионных накоплений является умеренно-консервативным. И это представляется наиболее финансово безопасным решением, сориентированным на долгосрочную перспективу вложений.

В современных условиях существуют определенные ограничения для эффективного функционирования системы инвестирования накопительной части пенсии:

- требования к облигациям российских хозяйственных обществ одинаковы для менее рискованных залоговых облигаций и более рискованных облигаций без залога;
- лишь крупные и некоторые средние компании удовлетворяют требованиям к эмитентам акций и облигаций, поэтому только они будут иметь возможность получить достаточно дешевые и длинные деньги, а мелкий и средний бизнес не сможет рассчитывать на эти финансовые ресурсы;
- запрет на инвестирование более 5% от инвестиционного портфеля в ценные бумаги аффилированных компаний сократит интерес к участию в управлении пенсионными средствами крупных российских корпораций, на долю которых сейчас приходится до 80% средств негосударственных пенсионных фондов;
- в качестве вознаграждения управляющая компания может использовать лишь до 10% дохода от инвестирования средств, что снизит заинтересованность компании в управлении пенсионными средствами;
- низкий уровень развития фондового рынка, ограничение на инвестирование средств за рубеж и низкая привлекательность государственных ценных бумаг сокращают доходность и надежность инвестиции пенсионных средств.

В целом можно сказать, что структура инвестиционного портфеля (допустимые активы и их максимальные доли) определялись в расчете на развитый фондовый рынок, а не на современный уровень его развития в России.

В настоящее время добровольное страхование в Российской Федерации требует дальнейшего развития, а самое главное — создания такого государственного механизма, который бы дал надежные гарантии защиты средств граждан, накопленных на пенсионных счетах в негосударственном секторе. Эти механизмы активно отрабатываются, и к нашей специфике примеряется даже чилийский опыт пенсионной реформы с его предельно жесткими национал-либеральными мерами обеспечения необходимых гарантий, а именно:

- разделение собственности (и всех финансовых потоков, включая доходы и прибыль) между управляющей компанией и пенсионным фондом;
- конкуренция между отдельными пенсионными компаниями;
- максимальная специализация управляющих пенсионных компаний;
- запрет на какие-либо иные виды финансовой деятельности;
- установление минимально допустимого уровня рентабельности;
- официальная классификация рисков всех без исключения инвестиционных инструментов и объектов капиталовложений;
- диверсификация инвестиций пенсионных компаний;
- работа только на официальных инвестиционных рынках;
- передача на хранение вне пенсионных компаний акций, облигаций и иных титулов собственности на инвестиции;
- постоянный (на ежедневной основе) надзор Контрольного управления пенсионных компаний над их финансовой деятельностью.