

ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ
ФЕДЕРАЦИИ
ИНСТИТУТ КРЕДИТА

Кафедра «Ценные бумаги и финансовый инжиниринг»

«Допускаю к защите»

(Я.М. Миркин)

Дипломная работа

на тему:

***«Особенности инвестирования пенсионных средств
граждан на рынке ценных бумаг России»***

Студентки гр. К5-3:

Куликовой Елены Георгиевны

Научный руководитель:

ст. преп. Макеев Александр Викторович

Москва, 2005

План

ВВЕДЕНИЕ	3
ГЛАВА I. ЗАКОНОДАТЕЛЬНАЯ БАЗА ПЕНСИОННОЙ РЕФОРМЫ.....	6
1.1 ОСНОВНЫЕ ЗАДАЧИ И ЦЕЛИ ПЕНСИОННОЙ РЕФОРМЫ	6
1.2 СУБЪЕКТЫ И УЧАСТНИКИ ПЕНСИОННОЙ РЕФОРМЫ, ИХ РОЛЬ И ФУНКЦИИ	13
1.3 ОСНОВНЫЕ ПРОБЛЕМЫ, СВЯЗАННЫЕ С НЕСОВЕРШЕНСТВОМ ПЕНСИОННОГО ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ.....	27
ГЛАВА II. ПЕНСИОННЫЕ НАКОПЛЕНИЯ КАК ИСТОЧНИКИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕСУРСОВ ДЛЯ ФОНДОВОГО РЫНКА РОССИИ.	35
2.1 ВЗАИМОСВЯЗЬ ПЕНСИОННОЙ РЕФОРМЫ И ФОНДОВОГО РЫНКА РОССИИ.....	35
2.2 АНАЛИЗ И ОЦЕНКА ИНСТРУМЕНТОВ ИНВЕСТИРОВАНИЯ И ОГРАНИЧЕНИЙ СТРУКТУРЫ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОРТФЕЛЯ	41
2.3 ПРАКТИЧЕСКИЕ ПРОБЛЕМЫ И РИСКИ ИНВЕСТИРОВАНИЯ ПЕНСИОННЫХ НАКОПЛЕНИЙ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ.....	57
ГЛАВА III. РАЗРАБОТКА РЕКОМЕНДАЦИЙ ПО ВЫБОРУ СУБЪЕКТА УПРАВЛЕНИЯ ПЕНСИОННЫМИ НАКОПЛЕНИЯМИ ИНВЕСТОРА.....	69
3.1 АНАЛИЗ ВАРИАНТОВ ИНВЕСТИРОВАНИЯ ПЕНСИОННЫХ НАКОПЛЕНИЙ, ИХ ПЛЮСЫ И МИНУСЫ	69
3.2 ПРИНЦИПЫ ВЫБОРА ОПРЕДЕЛЕННОЙ КОМПАНИИ ДЛЯ ПЕРЕДАЧИ ПЕНСИОННЫХ СРЕДСТВ В УПРАВЛЕНИЕ, СОСТАВЛЕНИЕ РЕЙТИНГА КОМПАНИЙ	77
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	83
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ	86
ПРИЛОЖЕНИЯ.....	90

Введение

В 2002 году в России стартовала пенсионная реформа, целью которой является преодоление демографического кризиса в будущем. Новая система пенсионного обеспечения была разработана на основе Шведской модели, но с некоторыми доработками. Одним из главных новшеств, которое появилось в результате реформы, является формирование индивидуальных пенсионных накоплений граждан и возможность выбрать способ инвестирования этих накоплений — через государственную управляющую компанию, через частную управляющую компанию или через негосударственный пенсионный фонд.

Несмотря на внушительный срок, прошедший с даты начала реформы, она до сих пор еще недостаточно разработана даже на законодательном уровне, чтобы эффективно функционировать. Последнее веяние, которое обнаружили чиновники (по прошествии 3 лет после начала реформы), — это неразвитость российского рынка и его неспособность принять и эффективно инвестировать столь значительные суммы пенсионного фонда. Но несмотря на то что реформа в данный момент фактически заморожена, вернуться обратно к распределительной системе Россия уже не сможет и власти так или иначе придется налаживать механизм функционирования этой реформы. Поэтому актуальность данного вопроса не исчезнет, по крайней мере, в течение ближайших двух-трех лет.

Целью данной работы является подробное изучение современного состояния существующей переходной пенсионной системы, структурирование наиболее значимых ее проблем, их анализ и поиск возможных решений и альтернатив. Кроме того, в работе будут рассмотрены и изучены варианты инвестирования пенсионных накоплений и разработаны рекомендации для инвесторов по выбору конкретного субъекта инвестирования. В работе основное внимание будет сконцентрировано на влиянии этой реформы и ее взаимосвязи с современным фондовым рынком Российской Федерации.

В первой главе данной работы рассматриваются теоретические и законодательные аспекты самой пенсионной реформы: описание ее задач и целей, различия распределительной и накопительной систем пенсионного обеспечения, описание субъектов, участвующих в реформе, их функций, роли и взаимосвязей.

Кроме того, в этой главе изучаются теоретические проблемы реформы и пути их устранения; а также указываются слабые места в существующем законодательстве и возможные последствия в случае, если отсрочить их решение.

Вторая глава содержит информацию о практических вопросах реформы: влияние пенсионной реформы на фондовый рынок страны, и обратное влияние, изменения, необходимые на фондовом рынке для того, чтобы реформа могла развиваться наиболее эффективно. Далее следует описание финансовых инструментов, в которые можно вкладывать пенсионные накопления согласно законодательству, с точки зрения выгоды для инвесторов, анализ структуры пенсионных вложений и максимальных долей финансовых активов, разрешенных законодательством в портфелях частных и государственной управляющих компаний, а также поднимаются наиболее актуальные и дебатруемые вопросы их инвестирования. В этой главе также сделана попытка проанализировать возможность включения или исключения из состава дозволенных ряда финансовых инструментов российского фондового рынка. В третьей части этой главы поднимаются наиболее актуальные проблемы и риски инвестирования пенсионных накоплений, главным образом, связанных с информированностью населения о ходе реформы и недобросовестной конкуренцией между всеми субъектами инвестирования.

В третьей главе анализируются возможные варианты инвестирования пенсионных накоплений с учетом использования резервов экономического роста в будущем, и выбирается оптимальный для данного этапа реформы способ сохранения накопительной части пенсии с максимально возможной выгодой для инвестора. После общего выбора направления инвестирования во второй части главы даются подробные рекомендации по выбору той или иной конкретной управляющей компании или негосударственного пенсионного фонда, путем разработки параметров рейтингования и составления рейтинга.

Так как данная тема является не до конца разработанной теоретически и недостаточно изученной специалистами российского фондового рынка, монографий авторов по данной тематике, к сожалению, не существует. Основными же источниками для написания данной дипломной работы являются актуальные по времени опубликования и обсуждаемым вопросам статьи из журналов («Рынок

ценных бумаг» и пр.), газет («Коммерсантъ», «Ведомости», «Известия» и т.д.), интернет-изданий (Газета.ru, RBC daily и др.) и различных тематических интернет-ресурсов. Кроме того должный методологический и теоретический уровень работы был обеспечен также за счет изучения научных исследований российских авторов, законодательных и нормативных документов Российской Федерации.

Глава I. Законодательная база пенсионной реформы

1.1 Основные задачи и цели пенсионной реформы

С 1 января 2002 года в России началась пенсионная реформа. Это длительный, масштабный процесс, который должен обеспечить долгосрочную устойчивость пенсионной системы, а также более высокий уровень жизни будущих пенсионеров по сравнению с нынешним положением.

Основной смысл пенсионной реформы — повышение зависимости между зарплатой, которую человек заработал за свою трудовую жизнь, и размером его пенсии. По сути нового пенсионного законодательства¹ считается, что пенсия — это страховка от потери трудоспособности (отсюда термин «пенсионное страхование»). Чем больше человек зарабатывал, тем больше он теряет при наступлении страхового случая (утрате трудоспособности из-за старости или из-за инвалидности). Поэтому пенсия должна больше зависеть от зарплаты, чем сейчас.

Основной идеей реформы стал переход от распределительной системы пенсионного обеспечения к накопительной.

Действовавшая до 2002 года, **распределительная система** основана на принципе «солидарности поколений»: нынешние работники содержат нынешних пенсионеров. При этой системе все средства, которые за период работы каждого гражданина перечислялись работодателем на пенсионное обеспечение, шли в так называемый «общий котел», который и аккумулировался в Пенсионном фонде Российской Федерации (ПФР). Эти средства распределялись государством равномерно на всех граждан, получающих пенсию на текущий момент, при этом не учитывалась какая-либо зависимость размера пенсии от трудового вклада того или иного человека в этот фонд и от суммы взносов, которые были перечислены конкретно за него в ПФР. Инвестирования пенсионных накоплений для их сохранения или преумножения так же не было.

¹ Федеральный закон «Об обязательном пенсионном страховании в Российской Федерации» от 15.12.2001г. №167-ФЗ (в последней редакции закона №183-ФЗ от 28.12.2004г.)

Успешно функционировать распределительная система может только в том случае, если доля пенсионеров в общей численности населения невелика – в этом случае одного пенсионера «содержат» несколько работников. Проблем не возникает, когда на одного пенсионера приходится 4-5 работающих граждан. Однако в России (как и в большинстве развитых стран) происходит относительное старение населения: в структуре населения доля пенсионеров растет, а работающих граждан – падает. Сейчас в России 43 миллиона пенсионеров и 67 миллионов работников, занятых в экономике страны, причем из этих 67 миллионов только 52 миллиона являются плательщиками пенсионных взносов. Иначе говоря, на 1 пенсионера приходится только 1,56 работающих граждан и только 1,21 плательщика взносов². По прогнозам аналитиков к 2008 году на одного пенсионера будет приходиться только один работник, за которого перечисляются пенсионные взносы в ПФР.

В этой ситуации приходится:

- либо повышать пенсионный возраст (что непопулярно среди населения),
- либо повышать налоги (но усиливается уклонение от налогов, и общая сумма собранных налогов может даже снизиться),
- либо снижать пенсии (что и происходило в России в последние годы – не в абсолютном, а в относительном выражении: пенсии повышались медленнее, чем росли цены)³.

Если никаких действий не было бы принято, то через 10-15 лет государственная пенсионная система либо обанкротилась, либо пенсии стали бы совсем ничтожными и благосостояние российских пенсионеров (и без того сопряженное с целым рядом проблем) не отвечало бы даже нормам прожиточного минимума.

Другой идеей пенсионной реформы было переломить психологию людей. Они должны понять, что пенсия — это забота самого человека. При нынешней ситуации сохранять систему, когда государство обязано формировать пенсии всех работающих, невозможно.

² Согласно официальным материалам Государственного комитета по статистике по состоянию на Ноябрь 2004 года (Источник – интернет-ресурс www.gks.ru).

³ По материалам Интернет-ресурса www.pension.spros.ru

Принципиально иная система — **накопительная**.

При накопительной системе часть пенсионных отчислений поступает уже не в общий фонд, а на индивидуальный накопительный счет каждого работника. Таким образом, работая, гражданин уже накапливает себе пенсию, а состарившись, получает пенсию за счет этих накоплений.

Чтобы эти накопленные средства не обесценивались под действием инфляции, было решено их вкладывать в ценные бумаги на фондовом рынке. Для этих целей был разработан Федеральный закон №111-ФЗ от 24.07.2002г. «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации».

Таким образом, размер пенсии теперь зависит от трех основных параметров:

- размера заработной платы (точнее, сумм уплаченных работодателем с этой заработной платы взносов),
- срока накопления (если начинать накапливать средства для финансирования пенсии в начале карьеры, а не в ее середине или конце, то можно к выходу на пенсию получить большую сумму),
- доходности от инвестирования накоплений (зависит от выбора субъекта инвестирования и может довольно сильно меняться год от года).

У накопительной системы есть ряд преимуществ по сравнению с распределительной:

- размер пенсий напрямую зависит от результатов инвестирования собранных средств, значительно возрастает контроль вкладчиков за инвестированием собственных средств;
- при накопительной системе пенсионеры обычно больше защищены от политического риска, который тесно связан с распределительной системой;
- стимулы к сокрытию доходов в накопительной системе ниже: граждане более заинтересованы в раскрытии своей «белой» заработной платы, чтобы работодатели в полном объеме осуществляли пенсионные отчисления;
- в экономике появляются средства для долгосрочных инвестиций.

С другой стороны, и у накопительной системы присутствует ряд проблем:

- необходима высокая степень осведомленности населения о способах функционирования пенсионных систем, финансовых инструментах и т.п.;
- накопительная система сложна в организации и требует очень точного и аккуратного регулирования;
- при накопительной системе общая сумма сбережений конкретных участников может оказаться крайне незначительной, или же накопления могут уменьшиться вследствие неудачных инвестиционных решений и/или значительных расходов на управление активами.

Пенсионная система, которая сейчас формируется в России, — это комбинированная распределительно-накопительная система с явным преобладанием распределительного элемента. Накопительная часть будет поначалу небольшой, но ее значение будет постепенно возрастать.

Законодательством предусмотрена следующая структура трудовой пенсии (см. Рисунок 1):

- базовая часть;
- страховая часть;
- накопительная часть.

Рисунок 1. Структура трудовой пенсии гражданина России



Источник: Интернет-ресурс www.penssreforma.ru

Базовая часть одинакова для большинства пенсионеров и не зависит от заработка, который получал пенсионер в прошлом. Она индексируется с учетом инфляции. С 1 марта 2005 года ее размер составляет 900 рублей.⁴

Страховая часть⁵ уже привязана к сумме полученных за данного гражданина пенсионных взносов, учтенных на так называемом «условно-накопительном счете», однако методы расчета ее весьма сложны и правильность ее расчета не может быть должным образом проконтролирована самим пенсионером. Она также подлежит индексации – с учетом инфляции, зарплаты и «индекса роста доходов ПФР в расчете на одного пенсионера».

Несмотря на разные принципы исчисления (базовая пенсия почти для всех одинакова, а страховая должна довольно сильно варьировать), обе эти части являются компонентами распределительной системы. Ни в одной из них не происходит никакого накапливания денег, никакого инвестирования. Для этого предназначена как раз третья часть - накопительная.

Накопительная часть формируется следующим образом: определенный процент пенсионных взносов, различающийся в зависимости от возраста работника и его заработка, накапливается в ПФР и учитывается в так называемой «специальной части индивидуального лицевого счета застрахованного лица». Эти деньги не тратятся на выплату текущих пенсий, а вкладываются в ценные бумаги и накапливаются вплоть до выхода данного гражданина на пенсию, а потом будут постепенно выплачиваться ему.

Ниже на Рисунке 2 указана схема отчислений в рамках новой пенсионной реформы и проценты, перечисляемые работодателем за каждого работника на ту или иную часть пенсии. В данной дипломной работе при изучении существующей пенсионной системы основной упор будет делаться на накопительную часть пенсии, потому как именно она инвестируется на фондовом рынке и потенциально может повлиять на него в будущем. На накопительную часть пенсии делаются перечисления в размере 4% (а в будущем 6%), хотя все равно существует верхний предел 17870 рублей в год (что ограничивает размер будущей пенсии для людей с

⁴ Федеральный закон №173-ФЗ «О трудовых пенсиях в Российской Федерации» от 17.01.2001г. (в ред. Федерального закона №3-ФЗ от 14.02.2005).

⁵ Описание составлено с использованием материалов Интернет –ресурса www.pensionline.ru

ежемесячным заработком более полутора тысяч долларов), но и он со временем может быть повышен.

Рисунок 2. Схема отчислений в Пенсионный фонд Российской Федерации



Источник: Интернет-ресурс www.pensreforma.ru

У современного российского гражданина есть ТРИ варианта поведения:

- оставить свои накопления в ПФР (этот вариант также предоставляется по умолчанию, если гражданин не проявил интереса к реформе, так называемым «молчунам»), эти средства будут переданы в управление Государственной управляющей компании (ГУК);
- выбрать частную управляющую компанию (УК) и передать ей свои пенсионные накопления управление;
- выбрать негосударственный пенсионный фонд (НПФ) и передать ему свои пенсионные накопления.

Подробнее эти три варианта инвестирования будут описаны и изучены во второй части данной главы и в третьей главе данной дипломной работы.

По оценкам ПФР, в будущем общая сумма средств в накопительной части пенсионной системы будет расти в геометрической прогрессии: во-первых, каждый год будут поступать новые взносы в дополнение к уже сделанным, а массовых

выплат не ожидается до 2012 года включительно; во-вторых, ежегодная сумма поступлений будет год от года все больше благодаря росту зарплат и повышению доли «белых» (официальных) зарплат; в-третьих, будет постоянно прибавляться накопленный инвестиционный доход. Уже сейчас объем пенсионных накоплений составляет около 140 млрд. рублей, а к 2010 году, по оценкам экспертов и ряда министерств и ведомств, эта сумма составит уже более 300 млрд. рублей.

Главные последствия реформы:

- Базовая часть трудовой пенсии должна обеспечить минимальную социальную защиту всем нетрудоспособным гражданам;
- Страховая часть трудовой пенсии должна повысить зависимость между пенсией и зарплатой в рамках распределительной системы;
- Накопительная часть трудовой пенсии должна обеспечить дополнительные доходы для будущих пенсионеров плюс долгосрочные инвестиции для экономики.

Дополнительные последствия реформы:

- Снижение нагрузки на государственную пенсионную систему (в будущем) — поскольку со временем все большая доля пенсии будет финансироваться за счет накопительной части;
- Социальные изменения: у граждан появляется большая свобода в вопросах, касающихся собственной пенсии, — но это означает и большую ответственность за свою будущую пенсию;
- Улучшения на рынке труда: работники будут заинтересованы в оформлении нормальных отношений с работодателями, чтобы за них платились пенсионные взносы — это означает уход от «серых схем» в области заработной платы; и как следствие, общий рост доходов ПФР за счет увеличения сумм «белой» зарплаты.

1.2 Субъекты и участники пенсионной реформы, их роль и функции

В Федеральном законе №111-ФЗ от 24.07.2002г. «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации» (статья 4 Главы 1) определены основные субъекты и участники отношений по формированию и инвестированию средств пенсионных накоплений.

«Субъектами отношений по формированию и инвестированию средств пенсионных накоплений являются Пенсионный фонд Российской Федерации, специализированный депозитарий, управляющие компании, застрахованные лица, страхователи.

Участниками отношений по формированию и инвестированию средств пенсионных накоплений являются брокеры, кредитные организации, негосударственные пенсионные фонды, осуществляющие деятельность по обязательному пенсионному страхованию, а также другие организации, вовлеченные в процесс формирования и инвестирования средств пенсионных накоплений».

Пенсионный фонд Российской Федерации (ПФР)

Основной обсуждаемый вопрос в прессе, касательно ПФР, — это неопределенность его правового статуса. ПФР - это не орган государственной власти и управления; но он не является и полноценным финансовым институтом, поскольку не наделен никакими лицензиями. Документ, который наиболее подробно регламентирует его деятельность, — это Положение о Пенсионном фонде Российской Федерации, утвержденное Постановлением Верховного Совета Российской Федерации от 27.12.1991 №2122-1, и после начала реформы этот документ так и не подвергался пересмотру.

«Пенсионный фонд Российской Федерации (России) (далее - ПФР) образован Постановлением Верховного Совета РСФСР от 22 декабря 1990 года в целях государственного управления финансами пенсионного обеспечения в Российской Федерации.

ПФР является самостоятельным финансово-кредитным учреждением, осуществляющим свою деятельность в соответствии с законодательством Российской Федерации и настоящим Положением.

ПФР выполняет отдельные банковские операции в порядке, установленном действующим на территории Российской Федерации законодательством о банках и банковской деятельности.

ПФР и его денежные средства находятся в государственной собственности Российской Федерации. Денежные средства ПФР не входят в состав бюджетов, других фондов и изъятию не подлежат»⁶.

Формулировки здесь весьма расплывчаты, что неудивительно для нормативного акта 1991 года. Из этих положений невозможно даже выявить организационно-правовую форму ПФР. Некоторую определенность внес Федеральный закон от 15.12.2001 № 167-ФЗ «Об обязательном пенсионном страховании в РФ», назвавший ПФР «государственным учреждением». Этот же закон установил, что ПФР и его территориальные органы действуют на основании Федерального закона «Об управлении средствами государственного пенсионного обеспечения (страхования) в РФ», который до сих пор так и не был принят.

В функции Пенсионного фонда Российской Федерации входит заключение и расторжение договоров с государственной управляющей компанией, а также с управляющими компаниями, негосударственными пенсионными фондами и специализированным депозитарием, которые отобраны по результатам конкурса, а также он принимает заявления застрахованных лиц о сделанном выборе для передачи им пенсионных накоплений.

Пенсионный фонд РФ передает управляющей компании и негосударственным пенсионным фондам средства пенсионных накоплений в соответствии с заключенными договорами, рассматривает отчеты специализированного депозитария и управляющих компаний о финансовых результатах их деятельности по формированию и инвестированию средств пенсионных накоплений, запрашивает и получает у государственной управляющей компании и управляющих компаний, отобранных по конкурсу, средства на выплаты за счет средств пенсионных накоплений.

⁶ Положение о Пенсионном фонде Российской Федерации (России) №2122-1 от 27.12.1991

Не являясь формально органом государственной власти и управления, ПФР тем не менее наравне с министерствами и аппаратом Правительства активно участвует в нормотворчестве в области пенсионной реформы. Не являясь в строгом смысле финансовым институтом, ПФР осуществляет крупные инвестиции на рынке государственных ценных бумаг (правда, не самостоятельно, а при помощи агентов – Центробанка и Внешэкономбанка). Система принятия решений в ПФР основана не на нормативных актах, а на политических соображениях. Его информационная закрытость резко контрастирует с требованиями пенсионной реформы в области информации. Не забудем также, что это учреждение имеет колоссальные масштабы: в целом по России у ПФР более 100 тысяч сотрудников.

Представляется, что для нормального развития пенсионной реформы было бы полезно преодолеть существующую правовую неопределенность и установить четкий правовой статус ПФР на уровне давно обещанного специального закона.

Государственная управляющая компания (ГУК)

На сегодняшний день государственной управляющей компанией, осуществляющей доверительное управление средствами пенсионных накоплений, которые формируются в пользу застрахованных лиц, не воспользовавшихся правом выбора инвестиционного портфеля (управляющей компании), в соответствии с Постановлением Правительства РФ от 22.01.2003 № 34 назначен Внешэкономбанк РФ (ВЭБ).

Государственная управляющая компания придерживается консервативной стратегии инвестирования и вкладывает средства по принципу «купил и держи»⁷ в максимально надежные государственные ценные бумаги (доходность 6-8%), ипотечные ценные бумаги, гарантированные государством, депозиты в уполномоченных банках (доходность 7-10%). Таким образом, если человек выбирает государственную управляющую компанию, он обеспечивает себе наибольшую надежность накоплений при потенциально меньшей доходности. Ожидаемая доходность около 7-8 % не покрывает инфляцию (она, как предполагается, удержится в этом году на уровне 10% годовых и выше⁸).

⁷ По материалам Интернет-ресурса www.pensreforma.ru

⁸ «Инфляция 2005 будет выше запланированной» // Интернет-издательство Газета.ru, 28.01.2005г.

Вполне очевидно, что вложения, осуществляемые ПФР через государственного агента, обеспечивают более низкую доходность, чем уровень инфляции, т.е. ведут к их частичному обесцениванию. Если это отставание от темпов инфляции закладывается в планирование бюджета на длительный период, то оно будет означать миллиарды рублей недополученного инвестиционного дохода. Этот доход считается недополученным в силу того, что доходность госбумаг зависит от бюджетных возможностей Минфина, а не от рынка. Сейчас эта нерыночная доходность рекламируется в качестве ориентира и фактически показателя надежности инвестиций. При этом издержки подобного механизма покрытия кассовых разрывов бюджета достаточно высоки — агентское сопровождение, содержание ПФР.

В свое время данное назначение ВЭБ, причем осуществленное без какого-либо предварительного гласного обсуждения, вызвало резкую критику со стороны ведущих частных УК. Правительство оправдывало назначение ВЭБ соображениями экономии: в самом деле, создавать новую государственную организацию с нуля, оснащать ее необходимой техникой и набирать штат квалифицированных сотрудников — дело, несомненно, затратное, а у ВЭБа все это было в наличии. Со своей стороны, участники рынка выдвигали две основные претензии: непрозрачность деятельности ВЭБ и возможный конфликт интересов. (Профессионализм сотрудников ВЭБ под сомнение не ставился, не говоря уже о технической оснащенности и наличии необходимой инфраструктуры.)

Вероятно, Внешэкономбанк именно в таком виде может быть полезен государству, в том числе полезен и своей информационной закрытостью. Но от государственной управляющей компании по инвестированию средств пенсионных накоплений требуется другое. Например, максимальная информационная открытость, чтобы конкуренция с частными УК была честной. Кроме того, в качестве агента по обслуживанию госдолга ВЭБ должен стремиться к минимизации издержек на его обслуживание, а в качестве управляющего — к максимизации доходности своих инвестиций в госбумаги, что явно порождает конфликт интересов.

Представляется необходимым искать выход из ситуации на правовых путях. В данной ситуации необходим специальный закон о государственной управляющей

компании (проект которого был разработан в Совете Федерации). В дальнейшем будет принято то или другое политическое решение: либо о целесообразности создания отдельной государственной УК «с нуля», либо о сохранении этих функций за ВЭБом. Во втором случае можно структурно и организационно выделить государственную УК внутри ВЭБа (либо в качестве дочернего юридического лица, либо в качестве обособленного структурного подразделения), создав «китайские стены», отделяющие это направление деятельности от прочих направлений.

Частные управляющие компании

В Федеральном законе №111-ФЗ от 24.07.2002г. «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации» (статья 3 Главы 1) дано определение термина управляющая компания. «Управляющая компания — акционерное общество, общество с ограниченной (дополнительной) ответственностью, созданное в соответствии с законодательством Российской Федерации, имеющее лицензию на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами».

Частная управляющая компания (УК)— это юридическое лицо, исключительным видом деятельности которого в соответствии с учредительными документами, является доверительное управление активами в интересах учредителей доверительного управления. Традиционно частные управляющие компании занимались управлением активами паевых инвестиционных фондов, пенсионными резервами негосударственных пенсионных фондов и активами, переданными им по договорам индивидуального доверительного управления⁹.

Свою деятельность частные управляющие компании ведут на основании лицензий, выдаваемых Федеральной службой по финансовым рынкам (ФСФР). Основным видом лицензий для частных управляющих компаний является лицензия на право осуществления деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными фондами. Компании, работающие по договорам индивидуального доверительного управления, обязаны

⁹ По материалам Интернет-ресурса www.pensreforma.ru

получить лицензию на осуществление деятельности по доверительному управлению на рынке ценных бумаг.

В 2003 году государство провело конкурс на право заключения с Пенсионным фондом Российской Федерации договора об инвестировании пенсионных накоплений граждан, 55 управляющих компаний выполнили требования к участникам конкурса и с ними были заключены пятилетние контракты по управлению пенсионными накоплениями граждан (см. Приложение 1). Аналогичный конкурс в 2004 году не проводился, потому что большинство управляющих компаний проигнорировали его в виду непопулярности реформы.

Доходность, которую можно получить, работая с негосударственными управляющими компаниями, потенциально выше. Повышение доходности инвестиций обеспечивается за счет:

- более широкого списка инвестиционных инструментов, в которые разрешено инвестировать средства (в дополнение к инструментам, разрешенным государственной УК, негосударственные УК будут размещать средства пенсионных накоплений в корпоративные акции и облигации, паи индексных фондов и др.);

- активной политики инвестирования – частные УК будут стараться максимально динамично отслеживать изменение курсовой стоимости ценных бумаг, покупать инвестиционные инструменты по минимально, а продавать по максимально возможным ценам.

Образовавшийся инвестиционный доход будет направляться на увеличение накопительной части пенсии каждого будущего пенсионера. Это немаловажно, так как основа пенсионного накопления – длительный срок инвестирования и превышение доходности над инфляцией. Соответственно и доход по операциям ожидается более высоким, чем в государственной системе. Но, с другой стороны, это означает и больший риск таких вложений (хотя возможности рисковать законодательно ограничены).

На данный момент частным управляющим компаниям передано в управление около 2,3 млрд. рублей пенсионных накоплений – это составляет чуть более 2% всех денег, сгенерированных системой. С другой стороны, в профессиональных кругах сложилось мнение (основанное на опыте других стран,

проводивших пенсионные реформы с приватизацией управления пенсионными накоплениями), что лидеры первых лет окажутся лидерами навсегда: если какой-либо УК удастся захватить заметную долю рынка в первые годы, то эта же доля, скорее всего, за ней и останется в дальнейшем. По результатам 2004 года лидерами рынка инвестиций пенсионных накоплений стали: УК Росбанка, «Современные инвестиционные стратегии», «КапиталЪ», «Солид Менеджмент» — более подробные результаты привлечения пенсионных средств частными УК см. в Приложении 2.

Негосударственные пенсионные фонды (НПФ)

Негосударственный Пенсионный Фонд (НПФ) – некоммерческая организация социального обеспечения, основной целью деятельности которой является выплата пенсий участникам системы негосударственного пенсионного обеспечения. До 2004 года НПФ осуществляли свою деятельность по будущему пенсионному обслуживанию граждан на основании договоров о добровольных пенсионных взносах граждан или организаций за своих работников. В 2004 году НПФ, зарегистрировавшие правила работы со средствами пенсионных накоплений граждан и подавшие соответствующее заявление о намерении участвовать в системе обязательного пенсионного страхования, будут иметь право привлекать накопительную часть трудовой пенсии на обслуживание и работать с ней. После выхода гражданина на пенсию, НПФ будет осуществлять выплату пенсий как по договорам добровольного пенсионного обеспечения, так и по договорам об обязательном пенсионном обеспечении¹⁰.

В Федеральном законе №75-ФЗ от 07.05.1998г. «О негосударственных пенсионных фондах» (пп 1-2 статьи 2 Главы 1 Закона) понятие НПФ определено как:

«Негосударственный пенсионный фонд (далее – фонд) — особая организационно-правовая форма некоммерческой организации социального обеспечения, исключительными видами деятельности которой являются:

¹⁰ Определение составлено с использованием материалов Интернет-ресурса www.pensreforma.ru

- деятельность по негосударственному пенсионному обеспечению участников фонда в соответствии с договорами негосударственного пенсионного обеспечения;
- деятельность в качестве страховщика по обязательному пенсионному страхованию в соответствии с Федеральным законом от 15 декабря 2001 г. N 167-ФЗ «Об обязательном пенсионном страховании в Российской Федерации» и договорами об обязательном пенсионном страховании;
- деятельность в качестве страховщика по профессиональному пенсионному страхованию в соответствии с федеральным законом и договорами о создании профессиональных пенсионных систем.

Деятельность фонда в качестве страховщика по обязательному пенсионному страхованию включает в себя аккумулирование средств пенсионных накоплений, организацию инвестирования средств пенсионных накоплений, учет средств пенсионных накоплений застрахованных лиц, назначение и выплату накопительной части трудовой пенсии застрахованным лицам».

Для того чтобы иметь право заниматься обязательным пенсионным страхованием, НПФ должны не только располагать лицензией (общей для добровольного и обязательного пенсионного страхования), но и соответствовать ряду дополнительных требований, существование которых демонстрирует наличие особого рынка со своими барьерами входа.

Включение НПФ в систему обязательного пенсионного страхования считается заявительным и не именуется «конкурсом», как в случае с управляющими компаниями, занимающимися инвестированием пенсионных накоплений, но по сути эти две процедуры сходны: любая организация, отвечающая набору установленных требований, имеет право включиться в систему и предложить свои услуги застрахованным лицам.

Дополнительными требованиями по сравнению с получением обычной лицензии являются: регистрация страховых правил фонда; требование к совокупному вкладу учредителей в размере 30 млн. рублей (с 1 января 2005 года); двухлетний опыт работы; опыт ведения не менее 5000 пенсионных счетов; отсутствие санкций и актуарного дефицита в течение двух лет. Последние четыре требования заведомо невыполнимы для только что созданного фонда, — иначе

говоря, одним из условий допуска в систему обязательного пенсионного страхования является определенный стаж и положительный опыт работы.

Полученные средства должны инвестироваться НПФ с целью обеспечения их прироста. При инвестировании пенсионных накоплений НПФ не имеют права приобретать какие-либо активы самостоятельно: они должны передавать все средства в доверительное управление управляющим компаниям, соответствующим требованиям закона № 111-ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии». Их инвестиционная декларация ограничена тем же набором инструментов и теми же требованиями к структуре активов, которые установлены для УК, управляющих «инвестиционными портфелями пенсионных накоплений» на основании Закона № 111-ФЗ.

В 2004 году по данным ФСФР частным пенсионным фондам удалось привлечь из государственной пенсионной системы 260 тыс. человек — меньше 1% граждан, участвующих в пенсионной реформе. По оценкам Национальной ассоциации НПФ, сумма, привлеченная фондами, составляет чуть меньше 1,2 млрд. рублей¹¹. Список НПФ, допущенных к осуществлению деятельности по обязательному пенсионному страхованию по состоянию на 25.04.2005 года см. в Приложении 3.

В данной дипломной работе Инспекция негосударственных пенсионных фондов не рассматривается в качестве полноценного участника пенсионной реформы. Несмотря на то, что это государственное учреждение де-юре еще не ликвидировано, но по сути ее функции регулирования пенсионных фондов переданы Управлению регулирования и контроля за коллективными инвестициями, созданному в структуре ФСФР.

Специализированный депозитарий

В Федеральном законе №111-ФЗ от 24.07.2002г. «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации» (статья 3 Главы 1) дано определение термина специализированного депозитария. «Специализированный депозитарий — акционерное общество,

¹¹ Голикова Л., Шарапова Е., «НПФ проиграли в азартной игре с государством» // Коммерсантъ-Daily, №28, 17.02.2005г.

общество с ограниченной (дополнительной) ответственностью, созданное в соответствии с законодательством Российской Федерации, имеющее лицензии на осуществление депозитарной деятельности и деятельности специализированного депозитария инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов».

Специализированный депозитарий является одним из основных контролирующих органов по размещению пенсионных накоплений управляющей компанией. Это организация, с которой Пенсионный фонд РФ заключил договор по осуществлению контроля за деятельностью управляющей компании по распоряжению средствами пенсионных накоплений. Специализированный депозитарий осуществляет учет прав на ценные бумаги и хранение сертификатов документарных ценных бумаг, в которые инвестированы средства пенсионных накоплений.

На основании этого договора в обязанности специализированного депозитария также входит:

- исполнение поручений по передаче ценных бумаг, в которые инвестированы средства пенсионных накоплений, если такие поручения не противоречат Федеральному закону, иным нормативным правовым актам и инвестиционной декларации;
- давать управляющей компании согласие на списание (выдачу) с банковского счета (счетов) средств, входящих в состав средств пенсионных накоплений, путем подписания уполномоченным лицом специализированного депозитария распоряжения о перечислении (выдаче) этих средств;
- уведомление Пенсионного фонда Российской Федерации, Министерства финансов Российской Федерации, Федеральной службы по финансовым рынкам и управляющей компании о выявленных в ходе осуществления контроля нарушениях не позднее одного рабочего дня;
- осуществление учета прав на ценные бумаги, в которые инвестированы средства пенсионных накоплений;
- исполнение поручения управляющей компании либо направление обоснованного отказа в его исполнении;

- обеспечивать необходимые условия для сохранности сертификатов ценных бумаг, в которые инвестированы средства пенсионных накоплений, и записей по счетам депо, в том числе путем использования систем дублирования информации о правах на ценные бумаги и безопасной системы хранения записей;
- регистрироваться в качестве номинального держателя ценных бумаг, в которые инвестированы средства пенсионных накоплений;
- передавать управляющей компании информацию и документы, полученные от эмитента ценных бумаг, в которые инвестированы средства пенсионных накоплений, а также от регистратора (депозитария), не позднее рабочего дня, следующего за днем их получения;
- ежедневно представлять управляющей компании документы, содержащие информацию о состоянии счета депо и операциях, проведенных по указанному счету в течение рабочего дня.

Специализированный депозитарий страхует, риск своей ответственности, которая может наступить вследствие нарушения договора об оказании услуг специализированного депозитария. Он не может являться аффилированным лицом ни одной из управляющих компаний, осуществляющих доверительное управление средствами пенсионных накоплений.

Согласно п. 8 статьи 19 Главы 7 Федерального закона №111-ФЗ от 24.07.2002г. «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации» для заключения договора об оказании услуг специализированного депозитария по результатам конкурса отбирается только один специализированный депозитарий. В 2004 году это право с внушительным отрывом от конкурентов выиграла Объединенная депозитарная компания (ОДК).

Отрыв ОДК от ближайшего конкурента был обеспечен в основном тем, что этот депозитарий получил более высокую оценку по критериям размера собственного капитала и объема полученной им банковской гарантии, которые были, очевидно, обеспечены аффилированным с ней Внешторгбанком. Однако в связи с принятием изменений в методике оценки депозитариев для конкурса 2005 года у конкурентов появляется возможность посостязаться с ОДК.

Страховые компании

Согласно статьи 25 Главы 8 Федерального закона №111-ФЗ от 24.07.2002г. «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации» управляющие компании и специализированный депозитарий обязаны страховать риск своей ответственности перед Пенсионным фондом Российской Федерации за нарушения договоров доверительного управления средствами пенсионных накоплений, вызванные ошибками, небрежностью, умышленными противоправными действиями работников управляющей компании либо умышленными противоправными действиями (бездействием) иных лиц.

К указанным противоправным действиям (бездействию) относятся преступления в сфере компьютерной информации, преступления, направленные против интересов службы в коммерческих и иных организациях, преступления в сфере экономики и другие правонарушения.

Страховая сумма, в пределах которой страховщик обязуется произвести выплату страхового возмещения при наступлении каждого страхового случая в течение срока действия договора обязательного страхования ответственности управляющей компании, не может быть менее:

- 5 процентов суммы средств пенсионных накоплений, переданных в управление этой управляющей компании, если указанная сумма составляет не более 6 миллиардов рублей;
- 300 миллионов рублей, если сумма средств пенсионных накоплений, переданных в управление этой управляющей компании, превышает 6 миллиардов рублей.

Страховая сумма, в пределах которой страховщик обязуется произвести выплату страхового возмещения при наступлении каждого страхового случая в течение срока действия договора обязательного страхования ответственности специализированного депозитария, не может быть менее 300 миллионов рублей.

Обязательное страхование ответственности управляющих компаний осуществляют страховые организации, имеющие специальную лицензию по страхованию ответственности участников пенсионной реформы; имеющие собственные средства в размере не менее 3 миллиардов рублей либо

осуществляющие указанное обязательное страхование в порядке сострахования с другими страховыми организациями, имеющими в совокупности собственные средства в размере не менее 3 миллиардов рублей; а также имеющие опыт страхования подобных рисков не менее трех лет.

Надо сказать, что страховщики возлагали большие надежды на этот вид бизнеса. Для страховой защиты пенсионных накоплений на страховом рынке было создано два пула. Первый, возглавляемый "Ингосстрахом", объединяет 15 компаний. Это СОГАЗ, "АльфаСтрахование", "Капиталь" и другие. Второй пул возглавляет МАКС. В него входят 11 страховщиков: АВЕСТ, "Росгосстрах", "Ренессанс Страхование", "АВЕСТ-Классик", "Москва" и др.

В 2004 году на долю пула, возглавляемого "Ингосстрахом", пришлось 28 договоров. В пуле МАКСа, по словам гендиректора компании Надежды Мартьяновой, заключено 12 договоров, включая Объединенную депозитарную компанию (ОДК). Остальные УК заключили договора вне пулов¹². Однако ни одна из управляющих компаний так и не обратилась за страховым возмещением, несмотря на более тысячи зафиксированных ФСФР нарушений с их стороны, поскольку это могло нанести ущерб репутации компании, который подчас стоит значительно дороже.

Получается, что страхование профответственности участников пенсионной реформы остается «виртуальным» видом деятельности. Впрочем, от этого он только становится прибыльным для страховщиков. Но, по словам участников страхового рынка, в сравнении с прибылью, например, по ОСАГО доходы от страхования профответственности УК нельзя назвать существенными. Речь идет примерно о 7 млн. рублей, уже заработанных на этом страховщиками¹³.

Впрочем, особой перспективы у этого вида страхования тоже нет: в этом году частные УК привлекли в разы меньше пенсионных накоплений, поскольку посчитали пенсионный бизнес слишком затратным. Теперь основными игроками здесь станут частные пенсионные фонды (НПФ), в которые поступило порядка 1% пенсионных накоплений. Но НПФ не обязаны страховать свою профессиональную ответственность, разве только они застрахуют эти риски в добровольном порядке.

¹² Голикова Л., «Сплошное пенсионное разочарование» // Коммерсантъ-Daily, 27.01.2005г.

¹³ Голикова Л., «Сплошное пенсионное разочарование» // Коммерсантъ-Daily, 27.01.2005г.

Пенсионные актуарии

В Федеральном законе №75-ФЗ от 07.05.1998г. «О негосударственных пенсионных фондах» (статья 3 Главы 1) дано определение термина независимый актуарий. «Независимый актуарий (Актуарий) — юридическое лицо или индивидуальный предприниматель, зарегистрированные в установленном законодательством Российской Федерации порядке, имеющие соответствующие разрешения (лицензии) и осуществляющие актуарное оценивание принятых фондами обязательств перед вкладчиками и участниками, порядка формирования пенсионных резервов, аккумулирования пенсионных взносов и выплаты негосударственных пенсий и выкупных сумм, а также актуарное оценивание инвестиционной политики фондов и управляющих».

В связи с выходом НПФ на рынок обязательного пенсионного страхования важной составляющей системы контроля за их деятельностью является обязательное ежегодное актуарное оценивание, осуществляемое независимыми актуариями. Независимые актуарии призваны оценить риски пенсионного инвестирования НПФ, оценить стоимость их активов и пассивов и проверить правильность расчета пенсионных и страховых резервов фондами.

Для целей пенсионной реформы также было создано Некоммерческое партнерство «Коллегия пенсионных актуариев», которая ведет активную работу по вопросам подготовки актуарных стандартов и инструкций, квалификационных требований, системы сертификации независимых актуариев и последующего контроля результатов их деятельности.

Общественный совет по инвестированию средств пенсионных накоплений

Общественный совет по инвестированию средств пенсионных накоплений был создан указом президента летом 2003 года. В него вошли 12 представителей работодателей и профсоюзов. Совет, согласно пенсионному законодательству, участвует в конкурсных отборах управляющих компаний для пенсионной реформы, инициирует проверки ее участников, наблюдает за правильностью размещения пенсионных средств, а также защищает права и интересы застрахованных в пенсионной системе граждан.

По факту в 2004 году, когда в части пенсионной реформы правительство практически ежедневно принимало решения, изменяющие параметры пенсионной системы, Общественный совет в известность не ставили, и проанализировать эти решения совет не мог. В связи с этим Общественный совет до недавнего времени не собирался больше года, хотя по Закону №111-ФЗ обязан не реже одного раза в квартал. Поэтому уже все участники пенсионной реформы и сами члены совета признали, что функции совета формальны и фактически все решения или рекомендации этого органа игнорируются правительством.

1.3 Основные проблемы, связанные с несовершенством пенсионного законодательства Российской Федерации

В этой части первой главы представлен ряд спорных экономических и юридических вопросов, главным образом, законодательного характера, по которым пока что не существует общепризнанных решений. Некоторые из них активно дебатировались во властных структурах, среди участников рынка и представителей общественности; некоторые пока еще не в полном объеме осознаются большинством участников процесса как действительно важные.

Право собственности на средства пенсионных накоплений

Согласно Закону № 111-ФЗ (ст.5), средства пенсионных накоплений являются собственностью Российской Федерации. Вероятно, вводя такое положение, законодатель считал, что это повышает надежность системы и лучше защищает интересы будущих пенсионеров. Однако в действительности данная конструкция порождает ряд юридических вопросов, пока остающихся без ответа.

Так, странный характер приобретает заключение договора доверительного управления (ДУ). Учредителем управления признается Российская Федерация, выгодоприобретателем – она же (в лице ПФР), доверительным управляющим – управляющая компания. Застрахованное лицо не является ни собственником средств, ни стороной договора, ни выгодоприобретателем, но между тем именно оно инициирует заключение договора. Ведь, направляя в ПФР заявление о выборе

инвестиционного портфеля, гражданин тем самым дает ПФР поручение о заключении договора ДУ с определенной УК в отношении определенной суммы денежных средств, принадлежащих ПФР. Такая конструкция заключения договора неизвестна российскому гражданскому праву применительно к договору ДУ (как, вероятно, и в отношении какого бы то ни было другого вида договора.)¹⁴

Далее, с точки зрения здравого смысла договор ДУ заключается вроде бы в интересах застрахованного лица. Но права самого гражданина по отношению к УК практически отсутствуют – что немудрено, поскольку он не является ни стороной договора, ни даже выгодоприобретателем. По существующему закону застрахованные лица имеют право совершать свой осознанный выбор УК, НПФ или ПФР и получать информацию о состоянии своего персонального пенсионного счета.

В Федеральном законе №111-ФЗ не идет речи даже о декларативном праве застрахованных лиц требовать от УК «надлежащего управления средствами пенсионных накоплений» (как у пайщиков паевых инвестиционных фондов) — ведь это же не их собственность. Видимо, предполагается, что их права будет защищать государство в лице ПФР. Но с точки зрения экономической теории (в частности, в рамках концепции «принципал-агент» или теории управления поведением исполнителя) такая конструкция выглядит весьма неубедительно, поскольку она предоставляет простор для недобросовестного поведения управляющих.

Но является целесообразность признания средств пенсионных накоплений собственностью застрахованных лиц находится пока еще под большим вопросом. Этот вопрос активно дебатировался в процессе разработки и принятия Закона № 111-ФЗ. Основные аргументы против такого подхода следующие: во-первых, средства пенсионных накоплений формируются за счет целевого «индивидуально возмездного обязательного платежа», имеющего публично-правовую (хотя и не совсем налоговую) природу и не являющегося частью зарплаты, а значит, собственности застрахованного лица тут неоткуда возникнуть. Во-вторых, права застрахованного лица распорядиться этими деньгами по своему усмотрению сильно ограничены: можно либо оставить в ПФР, либо перевести в УК или НПФ,

¹⁴ Составлено с использованием материалов Интернет-ресурса www.pension.sprosu.ru

но нельзя забрать и потратить по своему усмотрению. Эти аргументы достаточно серьезны для того, чтобы и застрахованному лицу отказать в праве собственности.

Скорее всего, можно предположить возникновение в данной сфере принципиально нового правового института, для описания которого наличествующий инструментарий российского права оказывается недостаточным. Во всяком случае, проблема отнюдь не решена и не должна считаться закрытой.

Так же стоит добавить, что при переводе средств пенсионных накоплений в НПФ правовой режим этих средств принципиально меняется. Собственником пенсионных накоплений становится НПФ, а застрахованное лицо считается заключившим договор обязательного пенсионного страхования с этим НПФ — т.е. оно будет стороной договора, наделенной определенными обязательственными правами.

Гарантии государства по деятельности управляющих компаний

При передаче средств в доверительное управление негосударственной управляющей компании застрахованное лицо остается клиентом Пенсионного фонда России в части будущего пенсионного обслуживания. ПФР заключает договор с негосударственной управляющей компанией и передает ей средства будущих пенсионеров (в соответствии с их выбором).

Государство не отвечает за результат инвестирования средств УК. Государство, однако, будет максимально жестко и пристрастно следить за деятельностью управляющих компаний. Кроме того, все средства пенсионных накоплений будут храниться в специализированном депозитарии, который в силу специфики своей деятельности также контролирует деятельность управляющей компании.

Деятельность частной Управляющей Компании постоянно контролируют как минимум пять независимых организации: Министерство Финансов, Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР), Общественный совет по надзору за инвестированием накопительной части трудовой пенсии, Специализированный Депозитарий, отслеживающий все сделки управляющей компании, и Независимый Аудитор.

Формально государство за результаты инвестирования ПФР не отвечает, как и ПФР за обязательства государства (бюджета). Иными словами, если ПФР или его агенты инвестирует пенсионные средства неудачно, например, в государственные ценные бумаги, по которым по тем или иным причинам происходит дефолт, то его последствия де-юре должны будут распространиться и на пенсионные обязательства. Естественно, в отношении ценных бумаг, в которые инвестированы средства пенсионных накоплений, находящиеся под управлением негосударственных структур, тоже существует проблема надежности.

Но если учесть большое количество вовлеченных в реформу УК и НПФ, то представить себе, что все они одновременно и добровольно будут вкладывать средства только в потенциально проблемные ценные бумаги, достаточно трудно. Понятно, что некоторые из них будут более успешными инвесторами, другие – менее успешными, но риск уже будет распределен. Сейчас все-таки большая часть риска (98% накоплений) сосредоточена в ПФР и в ГУКе. При этом возникает конфликт интересов, так как ВЭБ является агентом по долговым обязательствам Минфина и одновременно монопольной управляющей компанией пенсионных накоплений, через которую в ближайшие несколько лет подавляющая часть пенсионных накоплений будет направляться в низкодоходные бумаги.

Оппоненты перехода в частный сектор возражают, что в таком случае государство не будет отвечать за результаты инвестирования. Парадокс заключается в том, что юридически государство и так не отвечает ни за результаты инвестирования через ГУК, ни за результат инвестирования частных компаний. Может быть, это по умолчанию и предполагается, но юридически никакой ответственности госбюджет за исполнение обязательств ПФР не несет. Не случайно и понятие «государственная пенсия» было заменено на «трудовая пенсия».

Инвестирование средств производится управляющей компанией на рынке ценных бумаг. Состояние счета клиента определяется в соответствии с оценочной стоимостью ценных бумаг, обращающихся на рынке. Осуществляя доверительное управление, в основе инвестиционной политики управляющей компании лежит стратегия сохранения и увеличения капитала, предполагающая использование системы контроля рисков для получения среднего стабильного дохода при

минимальном уровне риска в целях сохранения и приумножения средств пенсионных накоплений, находящихся в доверительном управлении управляющей компании. И все же, при неблагоприятной рыночной ситуации совокупная стоимость портфеля может уменьшиться. Пропорционально этому может уменьшиться и состояние накопительного счета.

Ведение отдельных счетов застрахованных лиц управляющими компаниями

На сегодняшний день законодательство не содержит требования о персонифицированном учете средств пенсионных накоплений внутри УК. Поскольку все переданные из ПФР в УК средства являются собственностью Российской Федерации, а отдельные граждане не являются ни собственниками их, ни даже выгодоприобретателями, то и управляющим вроде бы не нужно создавать лишние проблемы с ведением их счетов. Весь инвестиционный портфель, сформированный одной управляющей компанией за счет поступивших из ПФР средств, учитывается на едином обособленном балансе без какой бы то ни было разбивки по отдельным гражданам.

Периодически управляющие будут направлять в ПФР отчет о стоимости инвестиционных портфелей. ПФР же время от времени — не чаще раза в год — начисляет полученный инвестиционный доход на счета застрахованных лиц. Но ввиду многих факторов этого недостаточно. Застрахованному лицу, во-первых, было бы гораздо интереснее следить за судьбой «своего» кусочка инвестиционного портфеля чаще, чем раз в год — пусть не в режиме «он-лайн», но хотя бы раз в месяц. Это чисто психологический момент, но он может оказаться важным при принятии инвестиционного решения: переходить ли в частную УК или оставить свои средства в ПФР¹⁵.

Скорее всего, граждане и дальше останутся на «голодном информационном пайке», и это будет плохо, прежде всего, для самих же управляющих — меньше будет желающих воспользоваться их услугами. Между тем, если бы УК вели отдельные счета граждан, они легко смогли бы снабжать их всей необходимой информацией с любой периодичностью, хотя, возможно, за отдельную плату.

¹⁵ Кокорев Р.А., «Проблемы становления накопительной части системы обязательного пенсионного обеспечения» // Информационно-аналитический бюллетень Бюро экономического анализа, №40, 2003г.

Во-вторых, – и это более существенно, – дополнительное ведение счетов управляющими создает дополнительные возможности контроля за судьбой пенсионных накоплений отдельных граждан. Если «на входе» у УК будет не просто общая сумма в 10 миллионов рублей, а еще и разбивка этих миллионов по 5000 конкретных граждан, и «на выходе» через год возросшая сумма в 12 миллионов также будет расписана с детальной разбивкой по этим же гражданам, то резко уменьшатся возможности ошибок со стороны ПФР при ведении своего персонифицированного учета.

Очевидное возражение состоит в том, что для управляющих это порождает дополнительные расходы. Ведение одного счета может стоить несколько долларов в год. Между тем в пользу каждого отдельного гражданина пока еще приходят скромные суммы всего лишь в несколько десятков долларов.

На первом этапе, конечно, эти расходы вряд ли будут окупаться. Однако вряд ли кто-то из УК рассчитывает на немедленное получение прибыли от участия в пенсионной реформе: проект этот по определению долгосрочный. Но со временем денег в управлении будет становиться все больше, расходы на ведение счетов станут экономически необременительными, — однако инерция будет мешать управляющим признать целесообразность этого подхода, если только его не ввести с самого начала.

Стоит отметить, что негосударственные пенсионные фонды обязаны вести отдельные пенсионные счета, по крайней мере, по каждому вкладчику (т.е. плательщику взносов), а многие ведут их и по каждому участнику (т.е. будущему пенсионеру), даже если суммы на счетах незначительны. И последняя редакция Закона «О НПФ» обязывает те фонды, которые захотят работать со средствами пенсионных накоплений, вести отдельные счета по каждому застрахованному лицу — хотя очевидно, что суммы, приходящие в пользу отдельного гражданина в НПФ, не будут кардинально отличаться от сумм, приходящих в управляющие компании. Следовательно, нет причин считать, что для УК эта задача невыполнима. Но решить ее надо законодательно — обязать УК вести счета; в противном случае ПФР просто не будет давать им необходимую информацию для ведения счетов.

Правда, если обязать управляющих вести счета в разрезе отдельных застрахованных лиц, то возникает еще один серьезный вопрос: вести ли их в

денежном исчислении или же уподобить «инвестиционный портфель» паевому инвестиционному фонду (ПИФ) и учитывать средства пенсионных накоплений в терминах инвестиционных паев? Здесь мы снова возвращаемся к проблеме рисков. Если будет законодательно установлено, что инвестиционные риски несут застрахованные лица, то целесообразен второй принцип; если риски несет УК или ПФР, то первый.

Исключение из реформы граждан 1966 года рождения и старше

Самым сильным ударом по накопительной системе стало исключение из нее граждан 1966 года рождения и старше. Согласно статистике, именно эта категория людей в настоящее время является наиболее высокооплачиваемой и, соответственно, именно на нее ориентировались многие частные управляющие компании, участвуя в пенсионном бизнесе. Сегодня эти люди оказались, по сути, обманутыми вкладчиками.

К тому же, исключение граждан 1966 года рождения и старше вызывает вопрос о дальнейшей судьбе их накоплений, сделанных за 2002–2004 гг., что немалые деньги и в масштабах страны, и для отдельных граждан. Юридически они, конечно, собственность Российской Федерации, которая может делать с ними все, что захочет. Но просто так забрать их в казну вроде как неправильно. А пенсия, рассчитанная на основе трехлетних накоплений, способна вызвать только утробный смех. Обещанная же правительством новая «добровольная» схема так до сих пор и не внесена в Думу. В результате с 2005г. отчисления из ЕСН на накопительные пенсии этим гражданам производиться не будут, а новая система, скорее всего, так и не будет введена. На вопрос о дальнейших планах государства – в ответ только молчание...

Ограничения на рекламу и маркетинг

В Законе № 111-ФЗ нет детализированных ограничений на рекламу и маркетинг для управляющих компаний. Интересно, что принятый на полгода позже Закон от 10.01.2003 N 14-ФЗ «О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон от 07.05.1998 года № 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах» содержит специальную статью 36.27 «Ограничение маркетинга в фондах,

занимающихся деятельностью по обязательному пенсионному страхованию». Она, в частности, устанавливает:

«Фонд, осуществляющий деятельность по обязательному пенсионному страхованию, не вправе:

- предлагать какие-либо выгоды застрахованному лицу в целях заключения договора об обязательном пенсионном страховании или сохранения действия указанного договора;
- предлагать какие-либо выгоды страхователю или любому из его аффилированных лиц в целях принуждения этого страхователя к требованию от своих застрахованных лиц заключить договор об обязательном пенсионном страховании с фондом или вознаграждения страхователя за указанное требование;
- предлагать какие-либо выгоды профессиональному союзу или другим общественным организациям в целях принуждения их к требованию от своих членов заключить договор об обязательном пенсионном страховании с фондом или вознаграждения таких организаций за указанное требование.

Для целей настоящего Федерального закона под выгодами понимаются любые выгоды, в том числе денежные поощрения, уплата за расторжение договора об обязательном пенсионном страховании другому фонду, или дары в материальной форме, иные, чем выгоды, которые поступают от фонда в соответствии с договором об обязательном пенсионном страховании».

Возможно, аналогичные нормы следовало бы ввести и для управляющих компаний.

Глава II. Пенсионные накопления как источники инвестиционных ресурсов для фондового рынка России

2.1 Взаимосвязь пенсионной реформы и фондового рынка России

Помимо указанных в первой главе данной работы целей пенсионной реформы, Правительством были также заявлены следующие ее задачи, направленные на развитие финансовых рынков:

- граждане узнают о существовании управляющих компаний и, возможно, понесут им свои прочие сбережения;
- граждане узнают о существовании НПФ и, возможно, начнут активнее заключать договоры о добровольном негосударственном пенсионном обеспечении;
- вырастет спрос на акции и облигации — эмитенты начнут активнее выпускать новые ценные бумаги, привлекать капитал.

Основываясь на мировом опыте проведения пенсионных реформ, участники реформы в России изначально делали на нее большую ставку. По многочисленным оценкам экспертов в начале этого десятилетия, перевод части пенсионных накоплений в частный сектор и их инвестирование на фондовом рынке России должно было увеличить капитализацию всего фондового рынка и одновременно образовать реальный устойчивый пассив в деятельности его участников. Кроме того, столь крупные суммы «длинных денег» — должны были стать благом для экономики: с их помощью можно осваивать капиталоемкие проекты с длительной окупаемостью.

Многие эксперты даже опасались, что поступление пенсионных активов на российский фондовый рынок, может привести к эффекту «разбухания мыльного пузыря», с последующим единовременным уменьшением стоимости активов. За примером далеко ходить не надо. После бурного роста фондового рынка в 1990-х годах в США за последние три года капитализация акций американских компаний сократилась на 7,6 трлн. долларов, то есть сумму, эквивалентную общей стоимости

активов всех инвестиционных фондов в этой стране. Наиболее серьезный ущерб от кризиса на фондовом рынке в этой стране понесли именно пенсионные фонды.

Все расчеты аналитиков того времени об увеличении капитализации российского рынка были основаны на довольно оптимистичных прогнозах сумм пенсионных накоплений, переданных в частный сектор. Частные УК рассчитывали в 2004 году получить около 10 млрд. рублей в управление, а в 2005 году – аж 30 млрд. рублей. Но на деле, как теперь уже известно, в 2004 году частные управляющие компании получили всего около 1,6 млрд. рублей, из которых в акции максимально могло быть вложено до 40%. В реальности управляющие вряд ли вложили в акции более 20%. Таким образом, на рынок акций пришли пенсионные деньги в размере чуть более 300 млн. рублей — это меньше дневного оборота на ММВБ, поэтому эти средства никаким серьезным образом не могли повлиять на состояние фондового рынка России.

Примерная оценка пенсионных накоплений за 2002-2004 года, которые получили частные управляющие компании и НПФ, составляет не более 5-5,5 млрд. рублей. При этом рынок акций получил в лучшем случае 1,0-1,5 млрд. рублей, рынок облигаций – порядка 4 млрд. рублей. Все эти деньги в совокупности сопоставимы со средним западным фондом, работающим на российском рынке. И конечно же, эти суммы не способны оказать сколь либо заметного влияния на российские финансовые рынки.

Именно поэтому сейчас большое количество экспертов (и даже Глава ФСФР) предлагают разрешить Внешэкономбанку, который сейчас управляет 97% средств накопительной части пенсии россиян, инвестировать в акции и корпоративные облигации. В этом случае могло бы произойти заметное снижение процентных ставок, что оказало бы стимулирующий эффект на экономику. «Я думаю, эти средства нужно вкладывать в экономику, а не в госдолг, объемы которого сокращаются», — объясняет глава ФСФР Олег Вьюгин.

Если его предложение будет принято, фондовый рынок получит мощную подпитку. Сейчас, по данным Минфина, ВЭБ управляет 127 млрд. руб., переданными ему за 2002–2004 гг. Аналитик “Тройки Диалог“ Александр Кудрин предполагает, что в 2006–2008 гг. государственная управляющая компания будет получать еще по 100 млрд. руб. ежегодно. Это почти 5% годового оборота по

акциям на ММВБ (2,3 трлн. руб. за 2004г.) и почти 30% оборота по облигациям за 2004г. (357 млрд. руб.)¹⁶.

Когда речь идет о пенсионных деньгах, чиновники осторожничают. «Давать возможность ВЭБу вкладывать накопительную часть пенсий в акции и облигации следует очень аккуратно», — говорит руководитель экспертного управления администрации президента Аркадий Дворкович¹⁷. «Главное – чтобы пенсионные накопления от этого не пострадали», – предупреждает чиновник, но признает, что «это позитивно отразится на экономике». А директор департамента финансовой политики Минфина Алексей Саватюгин опасается, что ВЭБ может разом превратиться в монополиста рынка, на котором не останется места для частных управляющих.

Частные инвесторы считают предложение Вьюгина правильным. «Нужно либо сворачивать пенсионную реформу, либо позволить ВЭБу зарабатывать», — убежден главный управляющий директор “Альфа Капитала” Анатолий Милуков. В данном месте я считаю правильным обратиться к мировому опыту, ведь на развитых фондовых рынках тон задают именно государственные пенсионные фонды. В США это Пенсионный фонд госслужащих Калифорнии (CALPERS), активы под управлением которого за 2004г. составили \$182,8 млрд., и Пенсионный фонд штата Нью-Йорк, с активами в \$121 млрд.

«Приход крупных инвестиций заставит наших эмитентов повернуться лицом к российскому фондовому рынку», — уверен начальник управления по связям с инвесторами АФК “Система” Андрей Близнюк. Он подчеркнул, что “Система” размещала акции в Лондоне, а не в Москве именно потому, что в России нет крупных инвесторов. «Хотя одного ВЭБа для этого недостаточно», — добавляет эксперт¹⁸.

Однако, при этом появится еще одна проблема. Например. Сейчас рынок госбумаг во многом ориентируется на поведение ВЭБа: когда ВЭБ выходит на рынок, котировки государственных облигаций сразу же повышаются, потому что трейдеры знают — ВЭБу некуда вложить свои деньги, кроме госбумаг, ВЭБ купит облигации даже по завышенной цене. «Эти же проблемы могут повториться и на

¹⁶ Козицын С., Мязина Е., «Главный инвестор» // Ведомости, 14.03.2005г.

¹⁷ Козицын С., Мязина Е., «Главный инвестор» // Ведомости, 14.03.2005г.

¹⁸ Козицын С., Мязина Е., «Главный инвестор» // Ведомости, 14.03.2005г.

рынке акций – трейдеры будут знать, когда выходит на рынок ВЭБ, и будут стараться искусственно поднять котировки бумаг, выставленных на продажу, — считает специалист. — Тем самым мы будем сознательно искусственно раздувать наш рынок. А мыльный пузырь на фондовом рынке рано или поздно лопается. Принимая стратегическое решение о допуске пенсионных денег на рынок, правительство должно создать механизмы, обеспечивающие устойчивость рынка от искусственного завышения цен»¹⁹.

Необходимо также отметить, что в связи с приходом столь крупного инвестора на российский фондовый рынок повышается влияние фондового рынка на экономику страны. Во всех странах взаимосвязь фондовый рынок – экономика является двусторонней. Экономика влияет на состояние рынков, но и рынки оказывают влияние на экономику. Российский фондовый рынок всегда чутко реагировал на то, что происходит в экономике. Но в то же время влияние фондовых катаклизмов на реальные экономические процессы было ограниченным. Сейчас же любой фондовый катаклизм неизбежно приведёт к снижению будущих пенсий, хотя население в большинстве своём этого не осознаёт. Это и позволяет правительству так безжалостно относиться к капитализации российского фондового рынка. Если бы население понимало, что банкротство ЮКОСа — это прямой удар по будущим пенсиям, тогда бы оценка этих событий в обществе была бы несколько иной, а действия правительства, возможно, более продуманными.

И вообще в последнее время все чаще задается вопрос, является ли вообще российский фондовый рынок подходящим местом для размещения сбережений, включая пенсионные накопления, российских граждан?

С 1999г. на российском фондовом рынке было осуществлено всего четыре IPO, в результате которых удалось привлечь лишь \$230 млн. Российский рынок корпоративных облигаций развивался «успешнее» и привлек почти \$10 млрд. для десятков компаний. Но при этом оба показателя значительно ниже тех сумм, которые привлекает горстка компаний на зарубежных рынках, выпуская депозитарные расписки и евробонды. В то время как номинальный ВВП России вырос за этот период с \$196 млрд. до \$560 млрд., денежный мультипликатор – соотношение денежных средств, произведенных финансовой системой, и средств,

¹⁹ Демидов Г., «Концепция фондового надувания» // Интернет-издательство Газета.ru, 17.03.2005г.

предоставленных Банком России, – изменился очень незначительно и колеблется в пределах 2,3–2,8 (для развитых рынков этот показатель в три раза выше)²⁰.

Практика показывает, что если российские компании заинтересованы в реальном бизнесе – привлечении капитала, то они обращаются за этим в Лондон или Нью-Йорк. Вопрос об источниках финансирования российских компаний также должен интересовать лиц, инвестирующих свои пенсионные накопления в российский фондовый рынок. Для страны, в которой удвоение ВВП к 2010 г. – не только политическая цель, но и реальная насущная необходимость, имеет принципиальное значение различие между сегодняшним рынком, больше похожим на фондовое казино, и надежным механизмом, который обеспечил бы уверенный рост и благосостояние.

Если Россия сможет создать сильный фондовый рынок, то не только компании смогут привлечь больше дешевых денег, но и рядовые вкладчики, заинтересованные в сбережении средств и росте пенсионных накоплений, выиграют от более широкого выбора инвестиционных инструментов. То есть обычные граждане смогут получать больший доход по своим сбережениям и делать это с меньшими рисками.

Для достижения этой цели г-н Фрадков призвал к созданию «плана действий по развитию финансовых рынков». При этом, возможно, осталось незамеченным то, что приоритеты политики ФСФР, возглавляемой одним из самых способных государственных чиновников, вполне разумны и адекватны. Они, в частности, предусматривают упрощение порядка выпуска дополнительных акций, создание единого центрального депозитария и улучшение практики корпоративного управления. Показатели успешного развития – повышение капитализации рынка по отношению к ВВП, увеличение числа эмитентов, рост вложений в пенсионные фонды под управлением частных компаний, увеличение числа пайщиков в ПИФах – в случае их достижения станут не менее важным свидетельством жизнеспособности рынка, чем преодоление последствий кризиса 1998г.

Если понятие социальной ответственности бизнеса хоть что-нибудь означает для лидеров финансового сообщества, то они сами могут в лучших традициях

²⁰ Сачер Б., «Фондовый рынок: исцелим себя сами» // Ведомости, 27.09.2004г.

ведущих фондовых рынков мира сделать немало для улучшения перспектив развития своей отрасли. Они реформируют себя сами.

Конструктивные инициативы вполне осуществимы небольшой группой собственников-управленцев и ведущих менеджеров наиболее влиятельных российских инвестиционных компаний. Совместными усилиями, с помощью регулирующих органов и СМИ, они могут и должны сделать следующее:

1. Регулирование инвестиционного банкинга, торговли ценными бумагами и управления активами должно финансироваться в основном самими участниками рынка. Ориентированная на рынок финансовая отрасль росла и непременно будет расти многократно быстрее, чем ВВП. И она может расти еще быстрее при условии хорошего регулирования, по мере того как на укрепляющиеся рынки будут приходить новые эмитенты, инвесторы, продукты и услуги. Подобно инвестициям в хорошие исследования или маркетинг инвестиции в регулирование каждый участник рынка должен считать необходимым условием обеспечения конкурентоспособности.

2. Биржи через процедуры листинга и надзорные функции могут сыграть важную роль в создании упорядоченных, честных и прозрачных рынков. Все сделки должны регистрироваться полностью и своевременно. Притом что эти вопросы частично оговорены в новых «Правилах биржевой торговли» и «Дополнениях к положению о раскрытии информации», руководители ведущих российских бирж, активно поддерживаемые участниками рынка, должны первыми вступить в борьбу с использованием инсайдерской информации и другими способами манипулирования рынком. Наивно полагать, что исключительная волатильность рынка, которую мы наблюдаем в моменты непосредственно перед опубликованием пресс-релизов и утечек информации, не связана с неэтичным поведением. Создание единого стандарта прозрачности и раскрытия информации на всех стадиях прохождения сделок значительно притормозит подогреваемое конкурентной борьбой падение этических принципов.

3. Третейские суды и другие формы внесудебной практики должны развиваться как главный механизм установления более высоких стандартов. Третейские суды, состоящие из представителей регулирующего органа, СРО и бирж, могут сыграть важную роль в пресечении некорректного поведения и

наказании нарушителей путем наложения санкций, соразмерных нарушению, и публичного объявления о наказании. Необходимо воспитывать на примерах и создавать прецеденты достойного поведения.

4. Участникам рынка, коллективно и индивидуально, следует внедрять практику публичного обязательства соблюдать этические нормы. Откат, взятки, подкуп, «творческая» отчетность по клиентским счетам, прикармливание заказов и использование инсайдерской информации – обычные явления на российских финансовых рынках – это ножи в спину будущего отрасли, скрытый налог для огромного числа акционеров и вкладчиков и позор для всякого, кто считает себя профессиональным участником индустрии.

Проблема незначительных доходов по пенсионным сбережениям в России обнаруживает не только возможности, упущенные из-за отсутствия сильного фондового рынка, но и опасность, подстерегающую все общество, на которое будет ложиться дополнительная нагрузка в связи со старением населения. У лидеров рынка есть шанс внести огромный вклад в развитие общества. Можно возразить, что при отсутствии правового регулирования, развитой банковской системы, а также культуры капиталовложений и предпринимательства Россия не сможет создать собственные успешно развивающиеся рынки капитала. Однако даже в более сложных условиях 1990-х гг. инвестиционное сообщество сформировало инфраструктуру, включающую эффективные СРО, которых было достаточно для развития торговли ценными бумагами.

2.2 Анализ и оценка инструментов инвестирования и ограничений структуры инвестиционного портфеля

Закон №111-ФЗ от 24.07.2002г. «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации» (статья 26 Главы 9) предусмотрел довольно широкий круг допустимых инструментов для вложения пенсионных накоплений:

- 1) Государственные ценные бумаги Российской Федерации;
- 2) Государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации;

- 3) Облигации российских эмитентов, помимо указанных в пунктах 1 и 2;
- 4) Акции российских эмитентов, созданных в форме открытых акционерных обществ;
- 5) Паи (акции, доли) индексных инвестиционных фондов, размещающих средства в государственные ценные бумаги иностранных государств, облигации и акции иных иностранных эмитентов;
- 6) Ипотечные ценные бумаги, выпущенные в соответствии с законодательством Российской Федерации об ипотечных ценных бумагах;
- 7) Денежные средства в рублях на счетах в кредитных организациях;
- 8) Депозиты в рублях в кредитных организациях;
- 9) Иностранная валюта на счетах в кредитных организациях.

Для начала хотелось бы отметить, что данный подход далеко не идеален. Есть мнение, что было бы более логичнее ограничивать круг инструментов для вложения пенсионных накоплений не по видам ценных бумаг, а по их эмитентам. Например, является не совсем логичным тот факт, что инвестирование средств в акции и облигации Сбербанка и прочих стабильных компаний-гигантов российского рынка разрешено, а инвестирование в, скажем, векселя этих же эмитентов – нет.

Однако рассмотрим детально те виды активов, что предложены законодательством, и обнаружим, что чуть ли не с каждым из них активов возникают различные проблемы.

Так, государственные ценные бумаги традиционно считаются очень подходящими для вложения пенсионных денег в силу своей повышенной надежности. Однако государство практически в любой стране является неэффективным хозяйствующим субъектом — даже если оно вознамерится при помощи привлеченных пенсионных денег финансировать какие-то проекты в области реальной экономики, оно будет это делать наверняка хуже, чем частный предприниматель, получи он эти деньги. А еще более вероятно, что средства, отданные государству в обмен на его облигации, просто уйдут на покрытие текущих бюджетных нужд и вообще не превратятся в инвестиции. В таком случае можно считать, что под видом накопительной системы будет воссоздана прежняя

распределительная, только в более громоздком виде и с использованием государственных облигаций в качестве промежуточного звена.

Кроме того, сейчас российский бюджет относительно благополучен и не нуждается в масштабных заимствованиях. Какой смысл принудительно давать займы государству, если ему их особо не на что потратить? Между тем ограниченность инвестиционной декларации ПФР и государственной УК (можно вкладывать только в госбумаги и в несуществующие пока ипотечные ценные бумаги) будет заставлять Минфин выпускать новые гособлигации только для того, чтобы было куда пристроить все возрастающие суммы пенсионных накоплений. Это еще раз подтверждает, как важно, чтобы граждане поскорее осознали положение и приняли решение о переводе своих денег в частные УК.

Стоит только добавить, что доходность госбумаг сегодня заметно ниже инфляции. Это значит, что пенсионные накопления в реальном выражении будут стоить все меньше и меньше. Иначе говоря, на будущих пенсионеров будет возложен инфляционный риск. Вряд ли эта тенденция быстро изменится: у Минфина нет больших потребностей в заимствованиях. К тому же в госбумаги все равно будет вкладывать деньги «молчунов» государственная управляющая компания, и ввязываться в конкуренцию с ней на этом поле частным УК не имеет смысла.

Хотелось бы также отметить, что до ноября 2004 года по закону пенсионные накопления могли размещаться в государственные ценные бумаги только через российских организаторов торгов путем заключения безадресных сделок. В то же время основной объем сделок с евробондами заключается на внебиржевом рынке в договорном режим, т.е. по сути прежде этот актив был фактически недоступен для пенсионных инвестиций.

Однако в ноябре 2004 года Правительство приняло постановление №628, которое разрешило размещать пенсионные накопления граждан в облигациях внешних облигационных займов РФ и на внебиржевом рынке. Новые условия сделок с еврооблигациями, утвержденные правительством, либеральны: расчеты по сделкам должны осуществляться через международные расчетно-клиринговые центры Euroclear и Clearstream на условиях поставки против платежа или предоплаты со стороны контрагента. Цена сделки при покупке облигаций не

должна быть выше, а при продаже – ниже последней рыночной цены более чем на 1,5%. Рыночная цена евробондов определяется как средняя цена закрытия рынка, публикуемая Bloomberg²¹.

Теоретически это увеличило возможности управляющих по диверсификации портфеля. Однако фактически постановление рассчитано на одну компанию — Внешэкономбанк (ВЭБ). Большинство же частных управляющих компаний просто не смогут себе позволить работать с евробондами ввиду незначительности сумм, полученных ими в управление. А для ВЭБ выход этого постановления является принципиальным. «Выход на внебиржевой рынок дает возможность работать с более доходными бумагами, — говорит председатель ВЭБа Владимир Дмитриев. — Прежде мы были ограничены в свободе маневра. Разрешение же вкладывать в евробонды позволит более эффективно управлять портфелем и повысить доходность»²². Этот факт опять же говорит о постепенной либерализации возможного инвестиционного портфеля для Внешэкономбанка.

Есть, правда, одна правовая проблема, связанная с инвестированием пенсионных накоплений (неважно, силами частных управляющих или государственной УК) в государственные облигации. Эти ценные бумаги — долг Российской Федерации, вернее, обещание РФ уплатить определенную сумму собственнику данных облигаций. В силу их высокой надежности они довольно популярный объект для инвестирования пенсионных накоплений (а для государственной УК – практически единственно возможным). Но если пенсионные накопления - собственность РФ, то выходит, что Российская Федерация должна некоторую сумму ... Российской же Федерации.

Между тем статья 413 ГК РФ свидетельствует: «Обязательство прекращается совпадением должника и кредитора в одном лице». Причем не только с юридической точки зрения, но и с экономической видно, что эта операция является просто «перекладыванием» средств из одного государственного «кармана» в другой и не имеет отношения к подлинному инвестированию.

На противоположном конце шкалы «надежность/доходность» располагаются дозволенные частным УК и пока еще запрещенные ГУКУ акции российских ОАО. Согласно Постановлению №379 от 30.06.2003г. максимальная доля

²¹ Голикова Л., «Пенсионные накопления отпустили в евробонды» // Коммерсантъ-Daily, 24.11.2004.

²² Голикова Л., «Пенсионные накопления отпустили в евробонды» // Коммерсантъ-Daily, 24.11.2004.

инвестиционного портфеля, вложенная в акции, не должна превышать 45% в 2005г. (потом эта доля будет постепенно увеличиваться) — это весьма мягкое ограничение.

При этом сам подбор эмитентов ограничен: это могут быть только АО с числом акционеров не менее 1000 и чистыми активами не менее 500 млн. рублей, акции должны быть включены в котировальный список организатора торговли, одному акционеру вместе с аффилированными лицами не должно принадлежать более 75% обыкновенных акций этого АО и так далее.

Вложения в акции способны принести при благополучном развитии событий гораздо более высокие доходы — причем не столько за счет выплаты дивидендов, сколько за счет роста курсовой стоимости акций. Да вот беда – сама природа акций не позволяет ничего гарантировать по ним: возможен бурный рост, а возможно и глубокое падение. На западных рынках оно происходит уже третий год — к сильному огорчению американских пенсионеров, поскольку немалая часть средств американских пенсионных фондов была вложена именно в акции.

Но по поводу включения акций в инвестиционные портфели стоит помнить об одной правовой проблеме. Как известно, средства пенсионных накоплений являются собственностью РФ, и передача этих средств в доверительное управление частным УК не влечет смены собственника. Но это означает ни много ни мало «ползучую национализацию» акций, попадающих в инвестиционные портфели. Пока общие суммы вложений в акции еще невелики, проблема является скорее теоретической. Однако по мере увеличения средств в накопительной части пенсионной системы и повышения доли акций в портфелях она может стать достаточно серьезной: ведь УК не сможет быть эффективным участником корпоративного управления (закон запрещает ей голосовать на собрании акционеров акциями, находящимися в ее инвестиционном портфеле, за исключением вопроса о выплате дивидендов).

На данном этапе реформы и развития фондового рынка наиболее подходящими инструментами для частных УК с точки зрения разумного соотношения доходности и надежности являются корпоративные и субфедеральные (а может быть, и муниципальные) облигации — более надежные, чем акции, и более доходные, чем федеральные облигации. Установленные

ограничения позволяют легко сформировать портфель только из этих трех классов бумаг с фиксированным доходом: до 40% - в субфедеральные облигации, до 40% - в муниципальные и до 60% в 2005 году - в корпоративные.

Но закрадывается опасение: а не станет ли появление нового сектора, предъявляющего спрос на эти бумаги, сигналом для не очень надежных эмитентов к выпуску спекулятивных («мусорных») облигаций? Ведь критерии Постановления № 379 надежности и ликвидности этих облигаций не так уж высоки: включение в котировальный лист, раскрытие информации эмитентом, среднемесячная сумма рыночных сделок с этими бумагами за последние полгода – 400 тысяч рублей.

С другой стороны, с ростом рынка появляются возможности создавать структурированные инструменты и сейчас над этим думают как инвестиционные, так и коммерческие банки. Пока не очень понятно, как структурированное финансирование впишется в российскую правовую систему, тем не менее, уже сейчас можно этим заниматься. В перспективе существует реальная возможность пенсионной системе использовать этот рынок. Это станет возможным в случае, если появятся хорошие структурированные инструменты, которые в принципе и предназначены для того, чтобы бумаги низкого качества, с точки зрения кредитного рейтинга, превращать в бумаги более качественные. Например, если собрать пул из 100 выпусков, то в итоге вероятность того, что вся сотня одновременно объявит дефолт, будет близка к нулю. Пенсионная система генерирует колоссальные деньги и так или иначе она будет вынуждена использовать этот рынок.

Конечно, нельзя не упомянуть об ипотечных ценных бумагах. Пожалуй, можно даже сказать, что «длинные» пенсионные деньги, жаждущие надежности, и секьюритизированная ипотека просто созданы друг для друга. Тем более что в 2003 году был принят Закон об ипотечных ценных бумагах, нормализующий и упорядочивающий инвестирование в эти бумаги. Правда, между моментом появления этого инструмента на рынке и возможностью его использования в инвестпортфелях должно пройти какое-то время: законодательство требует, чтобы УК имели опыт работы с инструментами, которые они включают в свои инвестиционные декларации (при этом пока не определено, как велик должен быть этот опыт и как именно управляющие должны его доказывать регулятору). К тому

же для инвестирования пенсионных средств в ипотечные ценные бумаги требуется наличие государственных гарантий.

Ипотечные ценные бумаги могут стать выгодным способом инвестирования для управляющих компаний, так как по надежности они удовлетворяют всем критериям. Важно то, что они не только обеспечены жильем (на это обеспечение на самом деле всерьез никто не рассчитывает), но обеспечены стандартизацией всего процесса кредитования. То есть, к примеру, ипотечное агентство покупает только те кредиты у банка, которые были выданы по определенным стандартам, установленным самим ипотечным агентством.

Частным управляющим компаниям также разрешено размещать средства на депозиты в банках РФ. В середине 2004 года Правительство выпустило постановление, устанавливающее требования к таким банкам. Они должны иметь генеральную лицензию ЦБ, капитал не менее 5 млрд. руб., возраст не менее пяти лет, положительные финансовые результаты за прошлый отчетный год и период текущего года, положительное аудиторское заключение за предыдущий год, соблюдать нормативы ЦБ и т. п. Эти требования существенно мягче тех, которые обсуждались первоначально.

Этим требованиям соответствуют 22 банка: Сбербанк, Внешторгбанк, Газпромбанк, Межпромбанк, Альфа-банк, Банк Москвы, Росбанк, МДМ-банк, «Глобэкс», «Уралсиб», Ситибанк, «Петрокоммерц», Промышленно-строительный банк, Международный московский банк, «НИКойл», «Автобанк-Никойл», Национальный резервный банк, «Райффайзенбанк Австрия», «Траст», «Еврофинанс Моснарбанк», Номос-банк и Российский банк развития²³.

Однако вряд ли депозиты в банках даже в ближайшем будущем займут солидную долю в инвестиционных портфелях УК, хотя законом и предусмотрена такая возможность; но, принимая во внимание соотношение «риск/доходность» такие инвестиции не очень привлекательны. Потому что любой российский банк, даже прошедший самый жесткий отбор со стороны Министерства финансов, может рассматриваться не более как частная корпорация со вполне конкретными рисками. Если анализировать российские банки с этой точки зрения, то их риски намного выше, чем риски любой российской промышленной компании, акции которой

²³ Голикова Л., «Пенсионные деньги отпустили на депозиты» // Коммерсантъ-Daily, №92, 25.05.2004г.

котируются на бирже. Да и самим банкам этот проект интересен лишь в далекой перспективе, поскольку объем пенсионных накоплений, переданный в частный сектор, крайне незначителен.

«В депозиты почти никто из управляющих не размещается,— сообщил гендиректор УК 'Монтес Аури' Сергей Стукалов.— Это невыгодно». «Размещение денег на депозиты среди профессиональных управляющих компаний считается дурным тоном,— уверен вице-президент ИК 'Атон' Вадим Сосков.— Есть много других инструментов, которые дают реальную доходность». «Депозит не будет пользоваться спросом,— считает гендиректор УК 'Альфа-Капитал' Анатолий Милуков.— По нему ничего не платят. Но, с другой стороны, иногда управляющим нужно где-то передержать деньги — в таких случаях депозит будет как бы техническим паркингом для временно свободных средств во времена нестабильности фондового рынка»²⁴.

Капиталовложения в иностранные ценные бумаги. В 2005 году разрешенная доля вложений в ценные бумаги иностранных эмитентов составляет 5%, и к тому же это может быть только зарубежный индексный инвестиционный фонд. Большого расстройств у разумных управляющих это ограничение не вызывает, потому что опыта работы с подобными индексными фондами у большинства наших УК нет.

Индексные инвестиционные фонды являются очень популярной и динамично развивающейся формой коллективных инвестиций на развитых фондовых рынках. Вместе с тем, вряд ли можно считать оправданным подход, фиксирующий индексные инвестиционные фонды как единственно возможный способ инвестирования средств пенсионных накоплений в ценные бумаги иностранных эмитентов. Абсолютный размер активов индексных инвестиционных фондов несопоставим с объемами рынков различных финансовых инструментов (только в США общая стоимость облигаций, акций и активов инвестиционных фондов открытого типа составляет 35,8 трлн. долларов США; в этой массе активы индексных инвестиционных фондов составляют меньше 0,3%).

Индексные инвестиционные фонды пока не являются достаточно капитализированными, их размер сопоставим с капитализацией не самых крупных

²⁴ Голикова Л., «Пенсионные деньги отпустили на депозиты» // Коммерсантъ-Daily, №92, 25.05.2004г.

акционерных обществ, допущенных к листингу на российских биржах. Инвестированные в них средства пенсионных накоплений неизбежно будут подвергаться риску ликвидности. Они столкнутся с проблемой, аналогичной при инвестировании в ценные бумаги на внутреннем рынке, — перегревом рынка при разовом вложении значительных сумм капиталов.

Некоторые разновидности индексных инвестиционных фондов, названные в Законе, пока можно отнести к категории «мертвых душ». В частности, в п.1 статьи 26 Закона №111-ФЗ в качестве разрешенных объектов инвестирования названы индексные инвестиционные фонды, «размещающие средства в государственные ценные бумаги иностранных государств». К сожалению, даже на западных рынках такие фонды пока только начали появляться. В этих условиях представляется не совсем оправданной система ограничений вложений пенсионных накоплений в иностранные активы, допускающая вложения в еще только появляющиеся виды индексных инвестиционных фондов и запрещающая вложения даже в государственные ценные бумаги или корпоративные облигации, имеющие самые высокие оценки кредитоспособности ведущих рейтинговых агентств.

Использовать возможность инвестирования в бумаги иностранных эмитентов все же стоит — хотя бы для расширения кругозора инвестиционных менеджеров. Особенно, если на уровне нормативных актов будут сняты технические проблемы валютного регулирования (например, необходимость получать специальное разрешение Центрального банка на каждую «валютную операцию, связанную с движением капитала»). Однако понятно, что кардинального воздействия на результаты портфеля 5%-ная доля вложений все равно не окажет. А резкого увеличения «экспортной квоты» ожидать не приходится, поскольку инвестиционные ресурсы нужны и в России.

Помимо всего выше перечисленного, необходимо так же обратить внимание и на структуру инвестирования, обозначенную законодательством для частных УК и государственной управляющей компании. Частично максимально дозволенные доли инвестирования я называла уже в ходе описания каждого инструмента инвестирования. Ниже в Таблице 1 представлена обобщающая информация о содержании разрешенных инвестиционных портфелей для частных УК и ГУК.

Таблица 1. Состав разрешенных инвестиционных портфелей для ЧУК и ГУК

Вид актива		Максимальная доля в инвестиционном портфеле (%)	
		Частные управляющие компании	Государственная управляющая компания
1.	Государственные ценные бумаги Российской Федерации	100%	80%
2.	Государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации	40%	0
3.	Облигации российских эмитентов, кроме облигаций, выпущенных от имени Российской Федерации и субъектов Российской Федерации	Облигации, выпущенные от имени муниципальных образований – 40%, облигации российских хозяйственных обществ: В 2005 году – 60%, В 2006 году – 70%, В 2007 году – 80%.	0
4.	Акции российских эмитентов, созданных в форме открытых акционерных обществ	В 2005 году – 45%, В 2006 году – 55%, В 2007 году – 65%.	0
5.	Паи (акции, доли) индексных инвестиционных фондов, размещающих средства в государственные ценные бумаги иностранных государств, облигации и акции иных иностранных эмитентов	В 2005 году – 5%, В 2006-2007гг. – 10%, В 2008-2009гг. – 15%, С 2010г. и далее – 20%.	0
6.	Ипотечные ценные бумаги, выпущенные в соответствии с законодательством Российской Федерации об ипотечных ценных бумагах	40%	40%
7.	Средства в рублях на счетах в кредитных организациях	20%	20%
8.	Депозиты в рублях в кредитных организациях	20%	0
9.	Средства в иностранной валюте на счетах в кредитных организациях	20%	20%

Источник: Федеральный закон «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации» от 24.07.2002г. №111-ФЗ и Постановление Правительства РФ «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений в отдельные классы активов и

определении максимальной доли отдельных классов активов инвестиционном портфеле...» от 30.06.2003г. №379.

Данные разработанные портфели выглядят слишком «прогрессивно» даже для стран с развитыми финансовыми рынками. Посмотрим, например, данные Мирового банка о средней страновой структуре инвестиционных портфелей пенсионных фондов в 2000г. Вложения пенсионных фондов в акции предприятий и финансовых институтов в Канаде составляли 29% от общей суммы активов под управлением, в Японии – 27%, в Голландии – 20%, в Германии и Швейцарии – 18% и 16% соответственно. И лишь в странах с наиболее высокой степенью вовлеченности населения в фондовый рынок – Великобритании и США – эта доля составила 63% и 49% соответственно.

А у нас в России (см. таблицу) предполагается к 2007 году увеличить максимально возможную долю акций в портфеле для частных УК до 65%. Согласно мнению некоторых экспертов, для недостаточно глубокого, волатильного и потенциально манипулируемого российского фондового рынка эта доля должна быть ниже.

Есть еще дополнительное структурное ограничение: в ценные бумаги одного эмитента не должно быть вложено более 5% пенсионных средств, находящихся под управлением данной управляющей компании. Это значит, что компании должны найти на российском рынке не менее 20 устойчивых и платежеспособных эмитентов. Учитывая состояние современного фондового рынка России и запрета вкладывать пенсионные средства в ADR российских компаний за рубежом, разрешение этой задачи становится весьма нелегким для УК и НПФ.

Особенно после того, как в ноябре 2004 года появилось законодательное ограничение активов листингом A1, который еще больше сузил список инструментов. Из перечня, который был разрешен раньше, ушли достойнейшие эмитенты — «Норильский Никель», «Транснефть», «Сургутнефтегаз». И в то же время остались в числе разрешенных эмитенты, на которые УК раньше и внимания не обращали, — Михайловский ГОК, «Интерурал»²⁵. Хотя законодательная инициатива, наверное, была правильная: если эмитенты хотят, чтобы их активы

²⁵ Зайцев Е., «Чего не хватает для успешного инвестирования пенсионных денег» // Газета, 17.11.2004г.

были востребованы, они сами должны стремиться попасть в листинг высшего уровня. Но рынок несколько не совпадает с законодательством. Далекое не все у нас эмитенты озадачены проблемами прозрачности и собственной капитализации. Какой им смысл рваться в А1, тем более за пенсионными деньгами, если УК и так получили слишком мало накоплений, чтобы предприятия всерьез начали на них рассчитывать.

В дополнение, необходимо заметить, что в список дозволенных к инвестированию инструментов не были включены некоторые типы ценных бумаг, обращающихся на современном фондовом рынке, в которые потенциально могли бы быть вложены средства пенсионных накоплений. На них я бы также хотела остановиться поподробнее.

Во-первых, по мнению многих аналитиков, с выходом на российский рынок рублевых облигаций международных финансовых институтов, а также других крупных иностранных банков, на рынке появится еще один финансовый инструмент хорошего качества, подходящий для пенсионной системы.

Такую возможность для иностранных эмитентов предоставили поправки, внесенные в Закон «О рынке ценных бумаг» в 2003 году. Кроме того, за прошедшие два года Правительство утвердило международные финансовые организации, ценные бумаги которых допускаются к размещению на российском рынке. Согласно Распоряжению Правительства от 04.04.2003г. №426-р к подобным международным финансовым организациям относится Европейский банк реконструкции и развития, а согласно Распоряжению Правительства от 02.07.2004г. №908-р — еще Международная финансовая корпорация. В перспективе планируется включить в этот список еще и Международный банк реконструкции и развития.

Российская Федерация является участницей всех перечисленных международных финансовых организаций. Участие РФ обеспечивает доступ ко всей необходимой информации о финансовой деятельности указанных МФО, на основании которой может быть сделан вывод о достаточной надежности эмитента и выпускаемых им бумаг.

Все включенные в перечень международные организации обладают высокими кредитными рейтингами и имеют надежную репутацию на мировых

финансовых рынках. Их финансовые обязательства, в том числе и вытекающие из выпускаемых ими облигаций, обеспечены как принадлежащими им активами, так и участием экономически развитых государств в формировании финансовых ресурсов указанных международных организаций.

Переговоры, проведенные с представителями указанных международных финансовых организаций, свидетельствуют о высокой степени заинтересованности указанных банков осуществить непосредственно на территории Российской Федерации эмиссию рублевых облигаций²⁶. Это является одной из новых форм кредитования российской экономики. Привлеченные за счет эмиссии рублевых облигаций средства будут направлены банками на развитие соответствующих отраслей реального сектора российской экономики, минуя выдачу этими банками валютных кредитов России.

Все это позволяет сделать вывод, что такие ценные бумаги могут стать надежным объектом для инвестирования пенсионных активов. Таким образом, целесообразно было бы внести соответствующее дополнение в Закон №111-ФЗ и дополнить список разрешенных активов ценными бумагами, выпускаемыми международными финансовыми организациями.

Во-вторых, ФСФР на заседании правительства в декабре 2004 года предлагало так же разрешить УК инвестирование пенсионных накоплений в *наи открытых интервальных паевых инвестиционных фондов (ПИФов)*. Но лично я не вижу большого смысла в этом предложении. В этой ситуации, не лучше ли разрешить пенсионным управляющим напрямую покупать те же самые бумаги, в которые вкладывают средства ПИФов, и не платить дополнительную комиссию управляющим этими фондами.

В-третьих, стоит отметить, что государство лишило частные управляющие компании возможности вкладывать пенсионные деньги в *векселя*, потому как это наиболее непрозрачные инструменты. Довольно большое количество управляющих компаний и НФП пользовались «серыми» схемами с участием этих инструментов инвестирования. Возможно, в будущем закон разрешит вкладывать средства и в

²⁶ «Перспективы инвестирования пенсионных накоплений в ценные бумаги иностранных эмитентов» // Тезисы выступления Заместителя Председателя Комитета по труду и социальной политике Государственной Думы Российской Федерации Брусникина Н.Ю. на международной конференции «Пенсионная Реформа в России» 31.03.2003г.

эти инструменты, но только при условии, что управляющие компании сделают их более прозрачными.

По закону НПФ размещают свои резервы в соответствии с требованиями правительства. Сейчас им позволено вкладывать в акции и облигации до 50%, в госбумаги – до 50%, в ценные бумаги субъектов РФ и муниципальные ценные бумаги – до 50%, в ценные бумаги учредителей и вкладчиков – до 30%, в банковские вклады и недвижимость – до 50% и не более 50% пенсионных резервов – в векселя.

Однако еще в сентябре 2004 года Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР) подготовила проект постановления правительства, устанавливающего требования к инвестициям негосударственных пенсионных фондов. Проект содержит норму, запрещающую НПФ размещать деньги вкладчиков в векселя. Таким образом, регулятор рынка решил бороться с дутыми капиталами НПФ и «бумажными» активами. По неизвестным мне причинам это нововведение так и осталось до сих пор в виде законопроекта, и официально запрет все еще не действует.

Идея запрета размещения средств НПФ в векселя бродит в правительстве уже больше полутора лет, однако лоббистам пенсионного рынка до сих пор удавалось заморозить выход соответствующего постановления. По объяснению ФСФР, данный запрет необходим, потому как вексель очень рискованный инструмент, выпуск которого никак не регистрируется: векселя воруют, выпускают с дефектом формы, не погашают в срок, эти бумаги теряются.

Между тем, для ФСФР запрет вложения в векселя — одно из средств борьбы с дутыми капиталами НПФ и искусственными пенсионными резервами. Часто предприятия, используя налоговые льготы, закачивают средства в НПФ, а те, в свою очередь, покупают векселя этих же предприятий — таким образом, предприятие получает деньги обратно. Учитывая, что векселя далеко не всегда поддаются корректной оценке, стоимость размещенных в них пенсионных резервов часто не соответствует действительности. А это, по мнению ФСФР, не позволяет сделать адекватную оценку обязательств и активов НПФ.

У самих НПФ на этот счет другое мнение. «Вексель – удобный инструмент, использующийся, как правило, для того, чтобы пересидеть на неблагоприятном

рынке,— говорит председатель Национальной ассоциации НПФ Галина Морозова.— Не исключаю, что некоторые фонды злоупотребляют этой бумагой и используют какие-то схемы, покупая векселя ИЧП «Чебурашка». Но ведь это можно запретить, сохранив при этом вексель как инструмент. Например, ввести регулирование вексельного рынка, требования к эмитентам, к авалю»²⁷. Стоит также отметить, что на данный момент в среднем более 15% пенсионных резервов размещается в векселя. По данным отчетности фондов, многие НПФ вкладывают в векселя значительно больше: в структуре инвестиционных портфелей некоторых НПФ их доля доходит до 99%.

В-четвертых, недвижимость также была исключена из списка разрешенных к инвестированию инструментов ввиду ее непрозрачности и использования в «серых» схемах. В связи с этим, управляющие компании уже задумались о том, как привлечь негосударственные пенсионные фонды к инвестированию в закрытые фонды недвижимости. Предполагается, что негосударственные пенсионные фонды могли бы приобретать паи фондов недвижимости на вторичном рынке.

«Закрытые ПИФы недвижимости могут стать альтернативой для вложения пенсионных средств, — считает старший менеджер компании PricewaterhouseCoopers Наталия Воздвиженская. — Негосударственные пенсионные фонды, в связи с возможным в будущем полным запретом на прямые инвестиции пенсионных резервов в недвижимость, могли бы приобретать паи закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости на вторичном рынке, либо биржевом, либо внебиржевом, и таким образом косвенно участвовать в инвестициях в недвижимость»²⁸.

Стоит отметить, что закрытые паевые фонды недвижимости в настоящее время представляют собой «фонды одного инвестора», то есть формируются специально под одного или нескольких инвесторов. Как правило, за этими инвесторами или инвестором стоит финансово-промышленная группа либо банк. Фонды недвижимости, в соответствии со своим названием, инвестируют средства в рынок недвижимости, как правило, в строящиеся объекты. Причем для нынешней российской ситуации характерно внимание ПИФов недвижимости к проектам в

²⁷ Голикова Л., «Пенсионный фонды оставляют без векселей» // Коммерсантъ-Daily, 24.09.2004г.

²⁸ Тофанюк Е., «Пенсионерам предлагают вложиться в недвижимость» // Интернет-издание RBC daily, 06.10.2004г.

регионах. Это объясняется большей стабильностью региональных рынков по сравнению с московским, а также их стадией развития: региональным рынкам недвижимости только предстоит пережить рост.

Кроме того, некоторые представители управляющих компаний отмечают, что инвестировать на столичном рынке крайне сложно, поскольку московский строительный комплекс не заинтересован в таких инвесторах, которые будут требовать неукоснительного соблюдения сроков строительства того или иного объекта. Кроме того, для закрытых ПИФов недвижимости, похоже, остро стоит проблема создания вторичного рынка, на котором могут обращаться паи. «Даже те ПИФы, паи которых обращаются на бирже, не могут похвастаться развитым вторичным рынком, — сообщил RBC daily один из участников рынка. — По этим паям совершаются единичные сделки, которые необходимы для того, чтобы паи не были исключены из списков членов биржи»²⁹.

Впрочем, не совсем понятно, понравится ли эта идея самим негосударственным пенсионным фондам. Ведь чтобы пенсионный фонд мог вкладывать средства в недвижимость его активы должны быть достаточно велики, а подобных фондов в России единицы. И к тому же крупные фонды, как правило, не имеют свободных средств. Да и средства пенсионных накоплений недостаточны для совершения операций подобного масштаба.

По мнению аналитиков, для пенсионных фондов, возможно, были бы более привлекательны фонды коммерческой недвижимости, которые являются менее доходными, но более стабильными по сравнению с фондами жилой недвижимости. Доходность таких инвестиций будет несколько ниже инвестиций в рынок акций, однако это более надежный инструмент, поскольку рынок недвижимости более стабилен, он не зависит от различных внешних условий в той степени, в какой зависит рынок ценных бумаг.

Кроме того, по мнению генерального директора УК «Монтес Аури» Сергея Стукалова³⁰, инвестирование пенсионных денег в фонды недвижимости сдерживается целым рядом неурегулированных проблем — это, в частности, нерешенные вопросы с уплатой НДС и налога на имущество, а также неясная

²⁹ Тофанюк Е., «Пенсионерам предлагают вложиться в недвижимость» // Интернет-издание RBC daily, 06.10.2004г.

³⁰ Тофанюк Е., «Пенсионерам предлагают вложиться в недвижимость» // Интернет-издание RBC daily, 06.10.2004г.

ситуация с регистрацией прав на недвижимость. Напомню, что в настоящее время ПИФы недвижимости являются неким подобием оффшора, поскольку не платят налог на прибыль, НДС и налог на имущество. Управляющие компании рассматривают эту ситуацию как налоговые риски.

Предполагается, что в будущем портфель для инвестирования средств пенсионных накоплений должен быть либерализован. То есть управляющие компании должны иметь право и возможность в определенных пределах инвестировать в более широкий перечень ценных бумаг как в России, так и за рубежом. У нас можно найти хорошие ценные бумаги естественных монополий, бизнес которых обеспечен на десятилетия вперед и ценные бумаги которых многократно недооценены — этот эффект недооценки российских акций можно использовать в интересах застрахованных лиц. И такие «длинные» деньги, как пенсионные, должны сыграть инвестиционную роль в экономике и принести конкретную пользу застрахованным лицам при реализации приобретенных на их средства активов через десятилетия.

2.3 Практические проблемы и риски инвестирования пенсионных накоплений на фондовом рынке

Как бы ни хотелось всем участникам системы инвестирования пенсионных накоплений действовать максимально доходно и надежно, но все-таки финансовая сфера не может быть совсем свободна от риска. Более того, чем выше доходность, тем обычно выше и риск. В данной части второй главы данной дипломной работы более подробно разбираются проблемы и риски инвестирования средств пенсионных накоплений на фондовом рынке. Но для начала необходимо так же рассказать о тех практических проблемах реформы в целом, которые, скорее всего, придется решать совместными усилиями всех ее участников.

Информационная недостаточность реформы

Нехватка информации – это, пожалуй, главная проблема пенсионной реформы. Создание эффективной накопительной системы было возможным только

при условии активного информирования населения о сути и задачах реформы. В 2003 году на эти цели из федерального бюджета было выделено 163 млн. рублей. Однако их вдруг решили сэкономить и отказались от разъяснительной кампании. В прошлом году на информирование предполагалось выделить 40 млн. рублей, но и они не были использованы по назначению. В результате граждане не представляют, зачем нужна эта реформа и почему они должны передавать кому-то свои пенсии. 98% участников накопительной системы предпочли не брать на себя ответственность за свои решения и переводить накопления в УК, а просто промолчали³¹.

Государство не стремится взять на себя ответственность за пропаганду реформы. По словам некоторых министров, государство и так много сделало, согласившись допустить частный бизнес в пенсионную сферу, подготовило законодательство, а пропагандой среди публики должен заниматься бизнес, поскольку именно он в ней заинтересован.

Со своей стороны, руководители управляющих компаний и НПФ, стараясь по мере возможности популяризировать идею реформы в целом и собственный брэнд в частности, охотно дают интервью прессе и выступают на семинарах и конференциях, но распространение информации в этих формах имеет ограниченную ценность: до широкой публики она не доходит.

А вот общенациональная рекламно-пропагандистская кампания, рассчитанная на инертную и недоверчивую массу населения, вряд ли может проводиться силами отдельной компании или финансовой группы, поскольку затраты высоки, а окупаемость вложений сомнительна. Кроме того, при неудаче негативные имиджевые последствия лягут на данную компанию, а при успехе — позитивные последствия придется делить со всеми остальными участниками рынка. Поэтому требуются скоординированные усилия всех УК и НПФ, по крайней мере, ведущих из них. Однако на сегодняшний день проблема не решается, хотя и осознается ими.

Два года подряд ПФР не уложился в сроки доставки писем с информацией о состоянии накопительных счетов. К тому же из конвертов решили изъять бланки заявлений о переводе средств частным УК. А ведь в отсутствие серьезной

³¹ Составлено с использованием материалов Интернет-ресурса www.pensionreform.ru

разъяснительной кампании они были единственным средством оповещения о том, что в стране вообще идет пенсионная реформа и деньгами можно как-то управлять.

Кроме того, для граждан было бы очень удобно, если бы в «письме счастья» из ПФР был также прислан список УК и НПФ, участвующих в системе, а от человека требовалось бы только поставить «галочку» в нужном квадратике – подобно избирательному бюллетеню. Однако списки гражданам, озабоченным судьбой своих денег, приходится искать самостоятельно (в прессе, в Интернете и т.д.), а потом еще отдельно разыскивать информацию о каждой из компаний для осуществления выбора как такового. В совокупности издержки получения информации и «издержки обдумывания» (deliberation costs) оказываются слишком велики для большинства граждан, что автоматически приводит их к отказу от выбора УК. А те, кто принципиально решился на перевод средств в УК, будут это делать достаточно случайным образом, не взвешивая альтернативы.

Однако нельзя останавливаться только на информировании населения о целях и сути реформ. Широкая публика со времен ваучерной приватизации инвестиционных решений не принимала и акцию от облигации в большинстве своем по-прежнему не отличает. Между тем выбор УК требует, как минимум, умения сопоставлять инвестиционные декларации разных компаний и умения сравнивать достигнутые доходности, причем не абсолютные, а скорректированные (хотя бы приблизительно) с учетом риска. Так что необходимо также проводить разъяснительные кампании об основах финансовой грамотности для населения.

С другой стороны, чтобы эту информацию сравнивать, ее как минимум необходимо иметь. Пока что не решены вопросы ни о формате отчетности, раскрываемой управляющими (равно как и предоставляемой ими в регулирующие органы), ни о периодичности такого раскрытия. Кроме того, было бы целесообразно с самого начала централизованно аккумулировать раскрытую информацию о деятельности УК на общедоступном сайте - как это было сделано для паевых инвестиционных фондов с первых дней их работы (сайт Центра коллективных инвестиций www.cic.ru, ныне его поддерживает Национальная лига управляющих).

Естественно, никакими организационными мерами нельзя полностью устранить информационную асимметрию, связанную с тем, что УК досконально

знает и свой портфель, и свои намерения, причем в режиме «он-лайн», а клиент получает эту информацию в лучшем случае дискретно и с временным лагом. Причем в силу длительного срока пенсионного инвестирования попытки клиента получать информацию слишком часто оказываются для него чрезмерно затратными.

Не стоит забывать, что конкуренция на рынке инвестирования пенсионных накоплений будет происходить не только между различными УК, но и между всей совокупностью частных УК, с одной стороны, – и ПФР в тандеме с государственной УК, с другой стороны. Честная конкуренция требует равной или хотя бы сопоставимой информационной открытости всех участников.

К сожалению, на сегодняшний день уровень информационной открытости – вернее, закрытости – Пенсионного фонда России не выдерживает никакой критики. Агрегированной информации о результатах деятельности ПФР нет даже в статистических сборниках Госкомстата - отсутствуют, например, данные о суммах выплаченных пенсий (приводится лишь размер средней пенсии). Ну, а информация об инвестиционной деятельности ПФР доступна только по интервью руководителей ПФР в прессе или по их же выступлениям на конференциях, не подкрепленной никакими опубликованными документами, что крайне затрудняет анализ.

В той же связке следует рассматривать и вопрос об информационных стандартах для государственной управляющей компании. Уже отмечалось, что Внешэкономбанк является крайне закрытым финансовым институтом, что не позволяет анализировать его инвестиционную активность в качестве агента ПФР. Необходимо обязать государственную управляющую компанию (независимо от того, будет ли это ВЭБ или другая организация) раскрывать информацию о своей деятельности по управлению портфелем ПФР в объемах не меньших или даже больших, чем частные УК.

В то же время, стоит отметить, что идущая в стране пенсионная реформа привела к появлению нового бизнеса — *пенсионного консалтинга*. Первыми, еще в 2003г., консультационные пункты открыли управляющие компании и банки — агенты Пенсионного фонда России. Постепенно к ним подключились негосударственные пенсионные фонды (НПФ) и независимые консалтинговые

центры. А в конце прошлого года на рынке появился даже пенсионный брокер, который помогает соотечественникам выбрать оптимальную пенсионную программу и отстаивает интересы вкладчиков. Автор и руководитель этого проекта, получившего имя «Ваш пенсионный брокер», — исполнительный директор НПФ «Церих» Сергей Зайцев.

Отдельный проект завел и гендиректор «Промагрофонда» Андрей Неверов — одновременно он возглавляет компанию «Первый пенсионный консультант». А первый вице-президент фонда «Интеррос-Достоинство» Сергей Кабалкин даже решил покинуть насиженное место ради создания Центра пенсионного консалтинга, который он сам и возглавил. Проснувшийся среди специалистов по пенсионному обеспечению интерес к консалтинговому бизнесу не может не наводить на подозрения о том, что все дело в специфике оплаты их труда: консультанту в отличие от управляющего фондом платят фиксированные гонорары.

Избыточное количество участников реформы

Следующая проблема — «избыточный выбор». В силу достаточно мягких условий конкурса, на сегодняшний момент ПФР заключены договоры управления пенсионными накоплениями с 55 УК и 89 НПФ. С точки зрения среднесрочной устойчивости системы проблема избыточного количества участников реформы может привести к ряду негативных последствий.

Во-первых, пострадает пропаганда пенсионной реформы. В условиях, когда государство не ведет разъяснительной кампании и передоверяет эту миссию управляющим компаниям, возникает ситуация, описанная в экономической теории как «проблема безбилетника»: богатые и опытные УК, готовые тратить деньги на пропагандистскую работу, с огорчением поймут, что результаты их усилий распределяются по широкому кругу соискателей, что, естественно, снизит их мотивацию.

Во-вторых, такое количество УК создает не столько активную конкурентную среду, сколько затрудняет осознанный выбор потребителя, основанный на достоверной информации, тем более что о большинстве УК известно очень мало.

Многим людям не захотелось «играть в лотерею» и они предпочли выждать до появления большей определенности.

В-третьих, целый ряд компаний, которые соответствуют требованиям конкурса, к сожалению, не обладают даже минимальным опытом доверительного управления. И проблема заключается в том, что в действительности риски, связанные с деятельностью такого рода доверительных управляющих, у которых еще не сложилась культура управления, кроются в возможности совершения значительных профессиональных ошибок и злоупотреблений. Эти компании вряд ли сумеют обеспечить доходность, адекватную ожиданиям будущих пенсионеров. Даже если эти управляющие компании не потеряют деньги клиентов, а всего лишь получат нулевую доходность, это будет серьезным ударом по репутации реформы.

Трудность состоит также в отсутствии простого и ясного критерия. Ведь у управляющих пока мало опыта работы в сфере инвестирования пенсионных накоплений, т.к. эта сфера довольно новая. А результаты в похожих областях (управление паевыми инвестиционными фондами, управление активами НПФ, индивидуальное доверительное управление и т.п.) не вполне сопоставимы, поскольку могут рассчитываться по разным методикам, да и сами объекты управления не совпадают.

К сожалению, риски подобных действий будет нести весь рынок управляющих компаний, которые допущены к инвестированию средств пенсионных накоплений. Трудности и проблемы одной небольшой компании будут переноситься на весь рынок, и неудача одной из них будет приводить к тому, что доверие в целом к частному доверительному управлению пенсионных накоплений будет существенно падать. Поэтому даже сами УК заинтересованы в том, чтобы страховщики подошли максимально жестко к заключению соглашений с управляющими компаниями, предъявляя им собственные критерии с точки зрения возможных рисков, которые они готовы нести.

Скорее всего, в обозримой перспективе количество управляющих компаний, действующих в этой сфере, сократится естественным путем, не на основе произвольных решений, а на основе конкурентной борьбы. Отчасти эти решения заложены в самом законе: требования, которые закон налагает на управляющую компанию, достаточно затратные. И компании, которые не смогли выбиться в

число лидеров, будут нести убытки, и их операционные расходы будут превышать уровень вознаграждения, которое сможет выплачивать им Пенсионный фонд РФ.

В перспективе система инвестирования пенсионных накоплений, а возможно уже и в течение ближайших пяти лет, должна стать гораздо более гибкой и вариативной. С этой точки зрения также нельзя исключать возможности, в частности, появления нескольких специализированных депозитариев вместо одного для контроля деятельности управляющих компаний и возможности выбора для управляющей компании одного из нескольких специализированных депозитариев. С моей точки зрения, при наличии нескольких депозитариев ситуация отнюдь не ухудшится, а скорее будет способствовать повышению эффективности всей системы

Недобросовестность конкуренции со стороны ВЭБа и ПФР

Согласно изначальному замыслу пенсионной реформы, ВЭБ должен был лишь аккумулировать средства «молчунов», а потом постепенно сдать свои позиции на рынке, передав большую часть накоплений в частные руки. Ведь государство практически в любой стране является неэффективным хозяйствующим субъектом: доходность, которую может он предложить инвесторам, по определению должна быть ниже доходности инвестиций, сделанных частными УК и НПФ. На деле же в реалиях российской реформы ВЭБ стал полноценным игроком пенсионной системы, которому закон предоставляет более выгодные условия. А это уже недобросовестная конкуренция в чистом виде.

Если для частных УК Правительство пишет детальную нормативную базу, в которой предусматривают множество ограничений и подробную отчетность об их деятельности, то ПФР и ВЭБ свободны от подобных условностей. Отчитывается он в лучшем случае перед Правительством РФ и Госдумой, да и то с изрядным временным лагом. Никаких официальных публикаций о его деятельности он не предоставляет.

К тому же, на сегодняшний момент не разработана единая методика определения доходности как частных УК, так и ВЭБа и ПФР. В общем, ПФР может показать такую доходность, которая ему понравится (хотя и в определенных границах), и у конкурентов — частных УК не будет возможности поймать его за

руку и уличить в нечестности. Для решения этой проблемы ряд экономистов считает целесообразным, чтобы специализированный депозитарий, выбранный для осуществления контроля за негосударственными управляющими компаниями, участвующими в пенсионной системе, контролировал также и деятельность государственной управляющей компании (ВЭБа).

Важно, что законодатели уже озаботились проблемой оформления статуса государственной управляющей компании. Главным приоритетом здесь является ограничение коллизий Внешэкономбанка и достижение прозрачности его деятельности. В частности, уже введена обязанность для Внешэкономбанка информировать о результатах его операций, точнее, о влиянии ежедневных операций, совершаемых государственной управляющей компанией, на структуру ее инвестиционного портфеля. Такого рода сведения в соответствии с проектом должны будут публиковаться ежедневно, но с лагом в неделю после совершения операции.

В дополнение к проблеме недобросовестной конкуренции со стороны ВЭБа стоит также упомянуть некорректные действия со стороны властей, дискриминирующие частные УК и выделяющие на их фоне государственную управляющую компанию. В начале этого года в прессе активно дискутировался вопрос доходности инвестиций УК за предыдущий год.

Главное, что возмутило больше всего общественность, и представителей частных управляющих компаний в частности, — это объявление государственными чиновниками итогов работы частных управляющих компаний за этот год. Они признали результаты их инвестиционной деятельности «неудовлетворительными», поскольку многие из них показали отрицательную доходность. Их выводы основаны на том, что они высчитали среднее арифметическое итогов деятельности 55 управляющих компаний, что в принципе некорректно, и представили эту информацию на суд общественности. У государственной УК, Внешэкономбанка, по данным тех же чиновников, результат инвестирования был положительный.

Таким образом, ВЭБ получил мощную пиар-поддержку со стороны чиновников. Этими действиями они также дискредитировали накопительную систему и нанесли урон деловой репутации целого ряда УК. Кроме того, никто не

учел, что ПФР перевел «частникам» накопления граждан не в январе, когда финансовые активы были дешевле, а в апреле, когда возможностей выгодного вложения средств было гораздо меньше³².

Административный ресурс

Однако в запасе у управляющих компаний есть еще запас не совсем корректных способов привлечения клиентов. Например, так называемый «административный ресурс». В условиях ограниченности сроков для проведения рекламной кампании очень сложно получить необходимые суммы в управление. Есть вероятность, что некоторые компании используют на так называемый «оптовый рынок» — для экономии транзакционных издержек как для себя, так и для контрагентов, а также для ускорения процесса. Наиболее удобной формой «оптовых сделок» в этой сфере является достижение договоренности (скорее всего, неофициальной) между УК и руководством предприятия/организации о передаче работников данного предприятия определенной УК.

Таким же образом, в 2004 году часть управляющих компаний не потеряло своих клиентов, изначально договорившись с определенными негосударственными фондами о том, что часть клиентов эти УК отдают НПФ, но в ответ НПФ должен будет передать эти средства в 2005 году опять в эту же УК для инвестирования. В этом случае и НПФ получает клиентов и УК своих не теряет.

С одной стороны, это почти наверняка будет происходить в тех бизнес-группах, которые имеют свою управляющую компанию — аффилированную или дружественную. Здесь руководство предприятий будет попросту собирать общие собрания трудового коллектива и агитировать изъять часть денег, уплаченных в Пенсионный фонд, и передать их в «родную» управляющую компанию, прибегая к несокрушимой аргументации: «Завтра придет нотариус, так что все заходите по очереди в отдел кадров, будете писать заявления, кто не хочет — пусть пеняет на себя».

С другой стороны, у большинства предприятий аффилированной УК нет и поэтому возникает, хотя и на очень короткий срок, сфера собственно рыночного торга за «ничьи» предприятия. Чтобы мотивировать руководителя предприятия,

³² Голикова Л., «Пенсионная система остается громоздкой и неэффективной» // Коммерсантъ-Daily, №13, 27.01.2005г.

можно либо предложить ему «откат» в той или иной форме, либо пообещать инвестировать средства туда, куда он попросит — впрочем, с учетом довольно жестких ограничений на допустимые объекты для капиталовложений это будет сложнее сделать.

По меткому выражению Романа Соколова из УК «Тринфико»³³, «административный барьер будет преодолен за счет административного ресурса». Мол, раз государство наставило рогаток на пути управляющих компаний, то и УК будут вынуждены играть не вполне честно. Отдавая отчет в том, что вероятность такого сценария весьма высока, все же это крайне нежелательно.

Не стоит забывать, что одна из целей пенсионной реформы: повысить степень свободы поведения гражданина финансовом рынке и вместе с тем повысить осознание ими ответственности за собственное будущее. Если изначальный выбор будет осуществляться «из-под палки», в принудительном порядке, то это может создать отрицательный стереотип на много лет вперед, дискредитировать и идею частного управления пенсионными накоплениями, и частные финансовые институты в целом. Даже если УК, получившая деньги таким образом, будет эффективно управлять ими, все равно велик шанс, что после снятия давления гражданин из принципа покинет ее.

Поэтому не стоит компаниям злоупотреблять «административным ресурсом». Работа с предприятиями необходима, но лучше бы ограничить ее встречами с трудовыми коллективами с разумной саморекламой и ответами на вопросы, а не использовать какие бы то ни было формы принуждения. Иначе УК поведут под собственное будущее большую мину замедленного действия, и тактический выигрыш обернется стратегическими потерями.

К сожалению, в нормативных актах сегодня отсутствует явно выраженный запрет на принуждение гражданина к выбору какой-либо УК или пребыванию в ПФР, не говоря уже о санкциях за такое нарушение. По-видимому, соответствующие изменения в законодательство будут внесены только после первых конфликтов такого рода. Причем ответственность должна нести не только УК, использующая методы недобросовестной конкуренции, но и работодатель, принуждающий своих работников к такому выбору.

³³ «Перспективы развития пенсионных денег» // Рынок ценных бумаг, №20, 2004г.

Конфликт интересов и использование инсайдерской информации

Еще один важный шаг сделало государство — оно ввело в Закон №111-ФЗ от 24.07.2002г. «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации» понятие конфликт интересов. Под конфликтом интересов понимается наличие в распоряжении должностных лиц и их близких родственников прав, предоставляющих возможность получения указанными лицами лично или через юридического либо фактического представителя материальной и личной выгоды в результате использования ими служебных полномочий в части инвестирования средств пенсионных накоплений или информации об инвестировании средств пенсионных накоплений, ставшей им известной или имеющейся в их распоряжении в связи с осуществлением должностными лицами профессиональной деятельности, связанной с формированием и инвестированием средств пенсионных накоплений³⁴.

Понятно, что правительственный чиновник, который принимает решение, в какие акции инвестировать пенсионные накопления — а это миллиарды рублей — становится обладателем бесценной инсайдерской информации. Кроме того, перед ним открываются огромные возможности по манипулированию рынком. Правительственные разработчики намеревались бороться с этим злом, введя в Закон об инвестировании пенсионных накоплений такое понятие, как «конфликт интересов». Правда, его определение не выдерживает никакой критики.

Как учит нас зарубежный опыт такая незаконная рыночная практика как манипулирование, незаконное использование инсайдерской информации и возникновение конфликта интересов оказывает губительное влияние на общее соотношение как внутрироссийских, так и зарубежных инвесторов к российскому рынку. Все это ведет к снижению капитализации российских предприятий и фактически ограничивает дальнейший рост рынка.

Как ни странно, участники, распоряжающиеся пенсионными средствами, никак не ограничены законодательно в части использования этой незаконной практики. По сути, у государства нет ни способов контроля, ни методов наказания в случае возможного манипулирования с использованием этих огромных сумм

³⁴ Ст. 35 Закона №111-ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации» от 24.07.2002г.

денег как со стороны чиновников, так и частных управляющих компаний, в том числе государственной управляющей компании Внешэкономбанка.

Сделки с использованием инсайда уже давно стали влиять на весь фондовый рынок. Например, в 2004 году акции “ЮКОСа” и “Газпрома” за день падали и взлетали на десятки процентов из-за новостей об очередном аресте активов или расследовании схем владения их акциями, причем многие участники рынка уверены, что при этом не обошлось без использования инсайдерской информации.

Законодательные власти, конечно, пытаются сделать определенные шаги для ограничения возможности использования инсайдерской информации. Например, Кудрин для противодействия инсайдерам предложил запретить публиковать во время торговой сессии любые важные корпоративные новости, «чтобы рынок мог спокойно оценить их, а потом спокойно реагировать». По мнению Грефа, этот запрет нужно распространить на госструктуры, в частности правоохранительные органы. Однако, на мой взгляд, эти меры не эффективны, потому как о важных решениях заранее известно многим заинтересованным лицам, и публикация этих новостей по окончании торгов лишь даст инсайдерам дополнительное время для игры.

Уже очень давно активно обсуждается необходимость принятия Закона об инсайдерской информации. Закон нужен также и потому, что управляющие компании в ходе пенсионной реформы могут стать жертвами действий третьих лиц. Сами УК заинтересованы в законе, потому что должностные лица эмитентов, акции которых они могут покупать, могут нанести ущерб застрахованным лицам либо их пайщикам. Поэтому этот закон не только наказывает управляющие компании, профессиональных участников, но и защищает их.

Еще один нюанс: если в ходе пенсионной реформы спецдепозитарий будет знать, что многие управляющие компании собираются, предположим, вкладываться в определенные ценные бумаги, он будет обладать еще большей инсайдерской информацией, чем каждая компания в отдельности, потому что у него есть предварительное согласие на действие. Поэтому стоит обратить внимание и на то, что выгоду можно получить не только от информации о состоянии, но и от информации о потенциальных действиях.

Глава III. Разработка рекомендаций по выбору субъекта управления пенсионными накоплениями инвестора

3.1 Анализ вариантов инвестирования пенсионных накоплений, их плюсы и минусы

Проанализировав в двух предыдущих главах цели и задачи, а также состояние пенсионной реформы и влияние ее на фондовый рынок России, невольно приходится задаться вопросом: так какому же субъекту этой реформы инвесторам стоит отдавать в управление свои средства? Вроде бы с точки зрения выполнения задуманных задач было бы правильно агитировать за перевод пенсионных средств в частный сектор (УК или НПФ), но хотелось бы сначала в логических рассуждениях убедиться в этом.

Для начала надо сделать выбор: передавать накопления в частный сектор или же оставить в государственной управляющей компании. Сперва рассмотрим преимущества и недостатки вложения средств в ГУК – Внешэкономбанк. Итак, суммируя приведенное в предыдущих главах описание его деятельности, *плюсы* вложения пенсионных накоплений в ГУК таковы³⁵:

- не надо думать и что-либо решать о переводе, средства «молчунов» и так передаются в ГУК;
- гарантии сохранности накоплений;
- гарантии небольшого номинального прироста накоплений;
- можно выбрать УК или НПФ впоследствии, когда ситуация станет более определенной.

Минусы вложения пенсионных накоплений в ГУК:

- низкая доходность из-за ограниченности возможных вложений;
- вероятная потеря средств в реальном выражении (с учетом инфляции);
- деньги не доходят до реальной экономики, а остаются в государственном бюджете.

³⁵ Кокорев Р.А., «Пенсионная реформа: формирование накопительной части трудовой пенсии» // Информационно-аналитический бюллетень Бюро экономического анализа, 2003г.

К тому же анализ структуры инвестиционного портфеля государственной управляющей компании, установленной законодательством, показал, что она еще очень не совершенна и не позволяет Внешэкономбанку эффективно управлять пенсионными средствами. Если в будущем будут приняты предложения ФСФР по разрешению ВЭБу вкладывать пенсионные средства в акции и корпоративные облигации, то этот вариант, возможно, необходимо будет рассмотреть более детально. А на данном этапе реформы, мне кажется, любому финансово грамотному человеку понятно, что «минусы» такого инвестирования гораздо сильнее перевешивают «плюсы» и поэтому перевод пенсионных средств граждан в частный сектор, на мой взгляд, необходим.

Итак, если решение о переводе в частный сектор уже принято, то возникает следующий вопрос: выбрать частную управляющую компанию или негосударственный пенсионный фонд. Для начала рассмотрим специфику вложения в негосударственные пенсионные фонды. Итак, *плюсы* передачи пенсионных накоплений в НПФ:

- круг допустимых финансовых инструментов шире, чем в ПФР;
- доходность может быть больше, чем в ПФР;
- больше вариантов в области выплаты пенсий, поскольку пенсию выплачивает НПФ, а не ПФР.

Минусы перевода средств в НПФ:

- утрата государственной собственности — меньше гарантий;
- накладные расходы в НПФ могут быть больше, чем в УК;
- неблагоприятный налоговый режим для средств пенсионных накоплений в НПФ.

Конечно, включение в систему ОПС требует от фондов немалых затрат (не только денег, но и времени, и усилий сотрудников), а масса нерешенных правовых и технологических вопросов, сохраняющихся в этой сфере, обещает фондам-первопроходцам большие проблемы. Почему же в этих условиях НПФ все-таки идут в эту систему? В чем их выгода?

Во-первых, как и управляющие компании, НПФ рассматривают ОПС как долгосрочный проект, который вполне может быть убыточным на старте, однако с

лихвой окупится через несколько лет. «Первопроходцы» же приобретают и имидж, и собственный опыт.

Во-вторых, многие корпоративные фонды надеются на то, что материнские корпорации обеспечат им достаточное количество клиентов путем использования «административного ресурса», и от них не потребуются больших расходов на ритэйл (будь то реклама, разворачивание филиалов или агентских сетей, широкая разъяснительная работа и т.п.)

В-третьих, с подачи средств массовой информации и самих фондов допуск НПФ к участию в ОПС воспринимается общественным мнением как признание НПФ достойными доверия партнерами со стороны государства. В этой ситуации некоторые крупные и средние фонды считают неправильным не участвовать в системе, — даже если тактически более выгодно было бы занять выжидательную позицию: отказ от участия в ОПС был бы воспринят учредителями и клиентами крупного фонда как признак его слабости или неуверенности в себе, что стратегически неприемлемо³⁶.

В то же время, эти проблемы и вопросы уже вполне известны для частных УК, потому как они на год дольше находятся в системе обязательного пенсионного страхования и имеют немного больше опыта в этой сфере. Рассмотрим теперь, плюсы передачи пенсионных сбережений в частные управляющие компании:

- у частных УК больше выбор финансовых инструментов для инвестирования по сравнению с ГУК – 9 классов активов против 4;
- благодаря этому можно ожидать более высокую доходность;
- деньги поступают в реальную экономику, поскольку они будут вложены не только в государственные, но и в частные ценные бумаги.

Минусы передачи средств частным УК:

- поскольку управляющие работают с более доходными, но и более рискованными активами, появляется риск что-то потерять;
- надо выбирать самим инвесторам, брать на себя ответственность;
- надо совершать активные действия: искать информацию, писать и заверять заявление, отправлять заявление и т.д.

³⁶ Кокорев Р.А., Трухачев С.А., «Негосударственные пенсионные фонды в России: текущее состояние, проблемы и пути развития» // Информационно-аналитический бюллетень Бюро экономического анализа, 2004г.

Естественно, возникает вопрос о сравнительных преимуществах УК и НПФ для гражданина, решившего отказаться от услуг «государственного тандема» ПФР-ВЭБ и воспользоваться услугами частных финансовых институтов для формирования накопительной части трудовой пенсии. Поскольку допустимые направления вложения средств и допустимая структура портфеля одинаковы, и поскольку управлять средствами пенсионных накоплений будут в обоих случаях частные управляющие компании, то ожидать кардинальных различий в величине инвестиционного дохода не приходится.

Поэтому стоит обратить внимание на дополнительные преимущества и недостатки ЧУК и НПФ, связанные с более высокой надежностью, лучшим сервисом или какими-либо иными сравнительными преимуществами. Сами НПФ говорят о таких дополнительных плюсах, как³⁷:

- возможность добавочной диверсификации рисков своего портфеля за счет использования услуг нескольких разных УК;
- большая степень персонифицированности отношений за счет заключения договора с застрахованным лицом и открытия ему индивидуального счета (чего нет в деятельности УК);
- возможность предоставлять застрахованному лицу больший объем информации и с большей частотой, чем это будет делать ПФР при работе через УК;
- большая «клиентоориентированность»: наличие опыта работы с гражданами, клиентских служб, филиальных сетей.

Еще дополнительные конкурентные преимущества НПФ перед УК можно назвать следующие. Во-первых, согласно разъяснениям норм Федерального закона №111-ФЗ, данным Федеральной службой по финансовым рынкам (ФСФР), НПФ имеют право заключать договоры доверительного управления пенсионными средствами, переданными им в рамках ОПС, не только с частными УК, отобранными по конкурсу в 2003 году, но и по своему управлению с компаниями, не участвовавшими в конкурсе или не прошедшими его.

³⁷ Кокорев Р.А., Трухачев С.А., «Негосударственные пенсионные фонды в России: текущее состояние, проблемы и пути развития» // Информационно-аналитический бюллетень Бюро экономического анализа, 2004г.

Ведь известно, что некоторые крупные компании, достойные быть избранными для управления пенсионными средствами, намеренно не участвовали в конкурсе, прогнозируя убыточность этого вида бизнеса в текущих условиях, или просто отказались от участия в недавнем времени. Теперь учитывая это разъяснение ФСФР, эти компании также доступны для пенсионных инвесторов, правда, через институт НПФ. Это играет на руку НПФ, потому что многие из них имеют давно уже устоявшиеся налаженные связи с определенными одной или несколькими УК, с которыми они издавна работают в рамках добровольного пенсионного обеспечения и желают продолжать сотрудничество. Естественно, обязанность по выбору управляющей компании из предложенного списка могла принести им дополнительные расходы по организации нового анализа и выбора УК, налаживанию контакта с ними и согласованию деятельности компаний, что неминуемо должно было отразиться на доходности инвестиций.

Во-вторых, каждый фонд может заключить договоры не только с одной, но и с несколькими управляющими компаниями и передать им накопительную часть пенсий в доверительное управление. Это позволит фондам снизить риск плохого управления, а тем, кто отдаст свои накопления в НПФ, диверсифицировать риски по разным УК. Управляющую же компанию будущие пенсионеры могут выбрать только одну и доверить ей управление всей накопительной частью своей пенсии.

В-третьих, все накопления, хотя и учитываются на индивидуальных счетах будущих пенсионеров, по закону являются собственностью государства в лице ПФР. Он остается их владельцем и передав их в управление УК. А вот накопительная часть пенсии, переданная НПФ, становится его собственностью.

Как собственник, НПФ должен самостоятельно вести учет средств накоплений каждого человека, распределять по индивидуальным счетам, а впоследствии назначать и выплачивать накопительную часть пенсии. Это функции ПФР. У управляющих компаний таких полномочий нет: они лишь инвестируют полученные от ПФР деньги.

В-четвертых, НПФ может в любой момент отказаться от услуг УК, если будет недоволен результатами ее работы, например низкой доходностью или структурой сформированного портфеля. Кроме того, НПФ в зависимости от своей

инвестиционной стратегии имеет право ужесточать требования к структуре портфеля — достаточно предусмотреть такую возможность в договоре с УК.

В-пятых, к незначительным, но все же положительным особенностям передачи средств в НПФ можно еще отнести следующие факторы. Каждый фонд заключает договоры со всеми УК на индивидуальных условиях. Располагая большими суммами, чем каждый будущий пенсионер в отдельности, НПФ смогут поторговаться с управляющими за более выгодные для себя условия. «Поэтому комиссия для НПФ, скорее всего, окажется существенно ниже, чем при управлении полученными от ПФР средствами индивидуальных пенсионеров, — считает заместитель гендиректора УК “УралСиб” Наталья Плугарь³⁸. — Фонды будут стремиться максимально уменьшить вознаграждение не только УК, но и спецдепозитария, т. е. издержки будущих пенсионеров при этом будут ниже, — говорит Плугарь. — Это увеличит доходность инвестирования накопительной части пенсий». Передавая же свои пенсионные деньги напрямую в УК, будущие пенсионеры не могут оговорить условия управления, в том числе размеры комиссий.

Кроме того, в-шестых, клиенты НПФ будут узнавать о результате инвестирования их накоплений как минимум на год раньше, чем те, кто выберет государственную и частные УК. Дело в том, что клиентом управляющих компаний, который передает им деньги в управление, является ПФР. Без его согласия (а ПФР его не дал) компании не могут разглашать информацию о полученном инвестиционном доходе, а сведений о состоянии отдельных счетов и об их владельцах у них просто нет. Поэтому будущие пенсионеры узнают о результатах управления средствами выбранной ими УК лишь на следующий год из очередного «письма счастья».

Пенсионные же фонды в отличие от УК знают всех своих клиентов, а потому могут в любой момент проинформировать их о состоянии личных счетов, хотя закон обязывает их делать это лишь раз в год. Фонды могут сообщать клиентам об ориентировочной доходности инвестирования и состоянии личных счетов минимум раз в месяц, после получения отчета УК о результатах вложения пенсионных накоплений.

³⁸ Аракчеева Ю., Коваль Л., «Как не лишиться пенсии» // Ведомости, 03.09.2004г.

Нелишне также напомнить, что договор обязательного пенсионного страхования не может быть расторгнут по инициативе НПФ — даже если фонд собрал совсем мало клиентов и работать с ними ему невыгодно. Это дополнительный повод, обеспечивающий стабильность и некоторую гарантированность этого способа инвестирования.

Но и в деятельности НПФ существует немного, но зато довольно весомых отрицательных факторов.

Во-первых, управляющие компании сами размещают эти средства, а НПФ этого делать не могут — им придется для этого нанимать все те же УК. При этом, чистая доходность для застрахованного лица при прочих равных будет выше при работе с УК. В самом деле, при передаче средств в УК застрахованное лицо будет нести бремя расходов по оплате услуг и компенсации затрат только самой УК (до 10% от полученного дохода и до 1,1% от среднегодовой стоимости чистых активов)³⁹. А при работе с НПФ вначале за счет средств пенсионных накоплений уплачивается вознаграждение УК и спецдепозитарию и покрываются их необходимые расходы — по тем же тарифам, которые были указаны выше⁴⁰, а затем от оставшегося инвестиционного дохода еще до 15% имеет право забрать сам НПФ «на формирование имущества, предназначенного для обеспечения уставной деятельности фонда, и покрытия расходов, связанных с обеспечением уставной деятельности фонда»⁴¹. Впрочем, некоторые НПФ готовы поступиться частью собственного вознаграждения. НПФ «Гарантия», по словам директора по развитию Вадима Логинова, планирует взимать комиссию в размере не более 10% от инвестиционного дохода⁴². Но и это не так уж мало.

Но на этом потери клиентов НПФ не заканчиваются. Во-вторых, передача средств негосударственным пенсионным фондам грозит еще одной большой неприятностью. Согласно Налоговому кодексу со всех средств накопительной части пенсии, как и с дохода от их инвестирования, НПФ обязаны платить налоги до расчета собственной комиссии. Налоговые льготы, которые сейчас

³⁹ Федеральный закон «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации» от 24.07.2002г. №111-ФЗ, статья 16.

⁴⁰ Федеральный закон «О негосударственных пенсионных фондах» от 07.05.1998 №75-ФЗ (ред. от 02.12.2004г.), ст. 36.23, где содержится отсылка на Закон №111-ФЗ, ст. 16.

⁴¹ Федеральный закон «О негосударственных пенсионных фондах» от 07.05.1998 №75-ФЗ (ред. от 02.12.2004г.), ст. 27.

⁴² Аракчеева Ю., Коваль Л., «Как не лишиться пенсии» // Ведомости, 03.09.2004г.

предоставлены НПФ, могут применяться только в рамках договоров по добровольному пенсионному обеспечению. А средства, получаемые НПФ в рамках пенсионной реформы, приравниваются к прибыли фонда и сразу облагаются 24%-ным налогом на прибыль.

Руководители фондов пока не знают, за счет каких средств им придется платить налоги — из собственных средств или же эти расходы переложат на граждан. Фонды надеются на принятие поправок в Налоговый кодекс, которые выведут накопительную часть пенсии из-под налогообложения. Пока же ситуация такова, что фонды вынуждены будут платить налог, тем самым уменьшая сумму накопительной части пенсии каждого гражданина на 24%. При этом годовой доход от инвестирования оставшихся средств накопительной части пенсии вряд ли компенсирует расходы на уплату налогов.

Но и это еще не все — доход от инвестирования накопительной части пенсии в НПФ также облагается налогом по ставке 24%. В то время как по договорам добровольного пенсионного обеспечения НПФ платят этот налог только с той части инвестиционного дохода, которая превышает ставку рефинансирования. Для пенсионной реформы пока таких налоговых льгот нет.

К тому же, с получаемых из НПФ выплат пенсионерам придется платить подоходный налог (13%). От всех этих налогов освобождены накопления, оставшиеся в ПФР. В результате «соревнование частных фондов с ПФР напоминает борьбу боксера легчайшего веса с Мохаммедом Али», — сетует помощник премьера Александр Починок⁴³.

Теперь понятно, почему эксперты не рекомендуют гражданам переводить пенсионные накопления в НПФ. И я, пожалуй, с ними соглашусь: пока не будет решен вопрос о льготном налогообложении накопительной части обязательной пенсии в НПФ, передавать им деньги по крайней мере экономически нецелесообразно. Передав сейчас деньги в НПФ, человек, по сути, берет на себя все возможные риски пенсионной реформы.

⁴³ Грозовский Б., «Нежданная подмога» // Ведомости, 08.10.2004г.

3.2 Принципы выбора определенной компании для передачи пенсионных средств в управление, составление рейтинга компаний

Итак, остановив свой выбор на передаче пенсионных накоплений частным управляющим компаниям, необходимо также разобраться в их разнообразии (напомню, их ведь было отобрано 55 штук) и выбрать ту единственную, которая будет удовлетворять инвестора по всем параметрам наилучшим образом. Возможные позиции для сравнения следующие:

- возраст компании, дата получения лицензии;
- учредители и прочие родственные структуры;
- размер собственного капитала;
- объем средств под управлением;
- количество ПИФов и НПФов, которыми управляет УК;
- доходность за последние годы при управлении активами;
- инвестиционная декларация предлагаемого портфеля.

Все это важно и значимо, но нельзя найти единый алгоритм, позволяющий надежно выбрать лучший вариант: каждый гражданин вправе придать больший или меньший вес каждому из этих факторов.

Остановлюсь подробнее на сравнении прошлой доходности. Часть УК специализируется на управлении паевыми инвестиционными фондами (ПИФ). Статистика ПИФ благодаря жестким требованиям ФСФР регулярно раскрывается (например, на сайте Национальной лиги управляющих www.sic.ru), и данные о доходности вложений в ПИФы за ряд предыдущих лет доступны. Но сравнивать «голые» доходности неправильно, поскольку разные ПИФы состоят из инструментов с различной степенью риска: высокий доход может быть платой за высокий риск. Для ПИФа это может быть и хорошо, но сильно рисковать пенсионными деньгами большинство граждан не захочет. Значит, надо сравнивать управляющих по соотношению «риск-доход», достигнутому в их ПИФах, а это требует гораздо более сложных расчетов и вряд ли доступно большинству граждан.

Другая часть УК управляет активами НПФ. В этой сфере информация гораздо менее доступна; в частности, какая бы то ни было сводная статистика по доходности операций управляющих средствами НПФ просто отсутствует. В

лучшем случае можно будет полагаться на то, что сама УК захочет о себе сообщить, а как проверить истинность ее сообщения — непонятно. Есть и такие УК, которые совмещают управление ПИФаами и НПФаами. Агрегировать их результаты в этих двух сферах, тем более, практически очень сложно осуществимо.

Итак, необходимы некие стандарты или шаблоны раскрытия информации, утвержденные государственными органами или саморегулируемыми организациями (СРО) и единые для всех УК. При этом следует также предусмотреть процедуры внешнего контроля за достоверностью этой информации, — чтобы по ошибке (или по злему умыслу) не ввести инвестора в заблуждение.

При этом у управляющих отсутствует опыт деятельности именно в сфере обязательного пенсионного страхования. До сих пор одни УК управляли паевыми инвестиционными фондами, другие – активами НПФ и страховых компаний, третьи специализировались на индивидуальных договорах доверительного управления. Но никаких определенных результатов в области инвестирования пенсионных накоплений нет ни у кого из них. Так как же потенциальным инвесторам в этой ситуации их оценивать?

Я считаю, одним из необходимых обобщающих инструментов оценки работы всех управляющих пенсионными накоплениями являются рейтинги, максимально точно отображающие исследуемые и оцениваемые аспекты их деятельности. Естественно, рейтинг должен удовлетворять таким характеристикам, как публичность (максимальная доступность общественности) и достоверность (необходимость наличия независимости и компетенций у его составителя, полнота источников объективной информации).

На данный момент существует всего несколько рейтингов, приуроченных к пенсионной реформе и дающих оценку управляющим компаниям, допущенным к участию в ней. Инициаторы рейтингов сделали попытку объединить максимальное количество показателей, позволяющих агрегировано оценить деятельность управляющих компаний. Эти рейтинги были составлены в преддверии первого этапа пенсионной реформы в России, и тогда это действительно имело значение. Но после 2003 года ввиду замороженности самой реформы и потери интереса к

ней, какие-либо рейтинги УК для целей пенсионного инвестирования не составлялись. Поэтому проанализируем пенсионные рейтинги УК того времени.

Надо отметить, что в рейтинги были включены неоднородные показатели оценки управляющих. Так, по моему мнению, в рейтинг не следует включать максимальное количество показателей, характеризующие всевозможные аспекты деятельности УК. Он должен оценивать и взвешивать лишь те из них, которые помогут конечному потребителю рейтинга эффективно использовать. С помощью пенсионного рейтинга необходимо показать ту сторону деятельности управляющих компаний, которая характеризовала бы работу с конкретными проектами, а именно долгосрочными инвестициями, поскольку пенсионный рынок — это долгосрочный вложения.

Для конечного пользователя пенсионного рейтинга УК важным является учет в подобной агрегированной оценке не только количественных, но и качественных показателей деятельности управляющих компаний. Например, важны отзывы клиентов УК о ее работе: своевременность подачи отчетности, наличия персонального менеджера и качества обслуживания клиента, прочих качественных оценок работы управляющих компаний и др.

Принимая во внимание отсутствие должной практики по управлению пенсионными накоплениями ввиду молодости этого процесса в России, целесообразно включить в рейтинг анализ параметров по управлению схожими активами. Наиболее близки по своей природе (объемы, сроки, ограничения на размещение, схема передачи средств в доверительное управление) пенсионные резервы негосударственных пенсионных фондов. При управлении пенсионными деньгами УК в первую очередь решает проблему сохранения переданных в управление средств от инфляции. Для этого используются безрисковые, консервативные стратегии управления активами, обеспечивающие минимальную гарантированную доходность и не предполагающие получение сверхдохода.

Важно отметить, что при управлении паевыми инвестиционными фондами УК ставит перед собой совершенно иные задачи. Стараясь получить максимальную прибыль, участники паевых фондов принимают на себя определенные риски. Владение паем не гарантирует получение дохода, более того, допускает

возможность потерь. Поэтому технология управления ПИФами в корне отличается от технологии управления пенсионными резервами НПФ.

Работая с негосударственными фондами и управляя их резервами, УК, как правило, создает инвестиционную программу, в которой обязательно учитываются сроки и объемы вложения и изъятия средств. При управлении пенсионными накоплениями УК обязательно рассылается план вложений/изъятий, т.е. под назначенную дату УК должна не только обеспечить определенную доходность, но и быть готова к тому, например, что ПФР по плану выведет эти средства. Это затрагивает вопросы ликвидности, структуры портфеля и пр. Таким параметрам в большей степени соответствуют портфели компаний, управляющих негосударственными пенсионными фондами.

Рейтинг должен не только показать ретроспективу доходности по управлению аналогичными активами, но и доказать, что УК готова к процессу управления пенсионными накоплениями.

Различия в технологиях управления активами отражаются на организационной структуре УК, на регламентах их работы и т.д. Риск и доходность — вещи взаимосвязанные. Следовательно, управление этим соотношением требует применения различных инвестиционных стратегий, что обуславливает существенные отличия деятельности различных управляющих компаний. Естественно, данный факт определяет специфику оценки деятельности УК на пенсионном рынке.

Вступление в борьбу за пенсионные накопления негосударственных фондов влияет на решение вопроса оценки деятельности УК и НПФ. Несмотря на то что в первой части данной главы мною был сделан вывод о преимуществе передачи пенсионных накоплений частным управляющим компаниям на данном этапе реформы, я все же думаю, что в ближайшем будущем в связи с принятием поправок в законодательство, облегчающих налоговый режим для НПФ и вводящий определенные льготы для уравнивания НПФ и ПФР в правах, вопрос о преимуществе того или иного инвестирования пенсий в негосударственный сектор потребует дополнительного анализа.

Поэтому наряду с рейтингом УК, необходимо разработать также методы составления рейтинга негосударственных пенсионных фондов. Тем более что до

сих пор рынку не было представлено ни одного рейтинга НПФ (за исключением агрегированного рейтинга Инспекции НПФ и существующих рэнкингов по отдельным показателям деятельности). За 10-летие своей деятельности фонды накопили достаточный опыт управления негосударственной пенсией (ДПО) и теперь приступают к работе по управлению накопительной частью пенсии.

Однако, сравнивать деятельность УК и НПФ, несмотря на возможность выбора, нельзя. Тем более не следует сводить их в один рейтинг. В то же время надежность, опыт и эффективность УК, которые управляют активами НПФ, должны оказывать определенное влияние на оценку их деятельности, т.е. находить отражение в рейтингах.

В пользу необходимости создания и расчета рейтинга НПФ свидетельствует следующий факт. Доступ к участию в пенсионной реформе в 2003 году получили 55 управляющих компаний, в то время как реальный опыт управления «пенсионными» деньгами имеет лишь десятая их часть. Непросто сделать выбор из 55 компаний, большая часть которых не отвечает реальным требованиям, предъявляемым к управляющим пенсионными накоплениями. Количество негосударственных пенсионных фондов, отвечающих формальным критериям для работы на пенсионном рынке, составляет 89 компаний. В таком случае оптимизировать процесс выбора эффективных управляющих поможет информативный рейтинг НПФ.

Итак, далее будут перечислены показатели, которые должны учитываться разработчиками рейтинга НПФ, чтобы он был признан эффективным продуктом.

НПФ ориентируется в первую очередь на надежность и лишь при обеспечении сохранности вложений на доходность. Поэтому при определении рейтинга НПФ следует учесть обеспечение возвратности пенсионных накоплений. Для этого можно использовать показатели размера имущества для обеспечения уставной деятельности (ИОУД) и страхового резерва. При этом логично соотнести эти показатели с числом участников фонда.

Важным показателем может являться количество регионов присутствия НПФ (сбытовая сеть), т.е. доступность продукции фонда. Потенциальный рейтинг также мог бы учитывать качественные показатели работы НПФ, такие как опыт работы на рынке, наличие IT-системы, квалификация персонала, др.

Подводя итог, можно сделать следующие выводы. Поднимая вопрос о пенсионном рынке, необходимо говорить об использовании такого инструмента оценки его развития, как потребительский рейтинг УК пенсионными накоплениями, помогающий выявить среди них наиболее привлекательные.

Пенсионные накопления — долгосрочные вложения, что накладывает определенные ограничения на критерии оценки УК. Так, корректным представляется включение в рейтинг таких критериев оценки, которые характеризуют успехи УК в работе, максимально схожей с работой на пенсионном рынке (принимая во внимание факт отсутствия практики управления пенсионными накоплениями в России до настоящего времени).

Рейтинг должен наглядно отражать, насколько эффективной была работа управляющей компании за последние годы и насколько она готова к работе с пенсионными накоплениями (инфраструктура, профессионализм сотрудников, опыт работы, надежность, эффективность).

Учитывая, что итоги деятельности управляющих компаний за 2004 год подведены, на основе полученных ПФР данных рейтинговое агентство АК&М составило сводный рейтинг управляющих компаний по итогам управления пенсионными накоплениями в 2004 году. Рейтинг был составлен отдельно для УК, привлечших более 1% и менее 1% суммарных пенсионных средств, и на основе таких показателей деятельности, как: доходность, объем привлеченных в 2004 году средств и расходы управляющей компании, покрытые за счет средств пенсионных накоплений. Каждому расчетному показателю был присвоен весовой коэффициент и составлен сводный рейтинг (см. Приложение 4 и Приложение 5).

Этот рейтинг основан на данных деятельности компаний только за один год и что указанные доходности в 2004 год могут значительно измениться в 2005 году, тем более учитывая непостоянство российского фондового рынка. В данном случае выше приведенные подходы к анализу УК и НПФ не могут потерять своей актуальности и могут учитываться при выборе субъекта инвестирования и в будущих годах, пока не будет сформирована полная база об особенностях инвестирования обязательных пенсионных накоплений, основанная на опыте УК и НПФ за несколько лет.

Заключение

Итак, современная пенсионная реформа является сейчас крайне актуальным вопросом для Российской Федерации и для ее дальнейшего развития. Эта реформа в будущем способна значительно повлиять на развитие российского фондового рынка, стимулировав рост общего объема инвестиций в российские компании и, следовательно, рост их капитализации. Данная дипломная работа является попыткой суммировать теоретические основы реформы и накопленный опыт ее практической реализации с целью выявления существующих проблем и разработки рекомендаций инвесторам о вложении своих пенсионных накоплений.

В первой главе на основе изучения теоретических и законодательных основ реформы, ее сущности и целей, был сделан вывод, что переход к накопительной системе пенсионного обеспечения в России необходим и объективен, но в то же время он сопровождается рядом не нашедших пока решения законодательных проблем:

- ✓ Проблема определения права собственности на пенсионные накопления и юридические вопросы несогласованности законодательства, возникшие при этом;
- ✓ Проблема отсутствия государственных гарантий по сохранности пенсионных накоплений и деятельности управляющих компаний и негосударственных пенсионных фондов;
- ✓ Проблема запрета на ведение отдельных счетов застрахованных лиц управляющими компаниями и невозможности эффективного контроля инвесторами своих накоплений;
- ✓ Исключение из реформы граждан 1966 года рождения и старше;
- ✓ Ограничения на рекламу и маркетинг, существующие для негосударственных пенсионных фондов и не введенные для управляющих компаний.

Во второй главе данной дипломной работы на основе анализа влияния пенсионной реформы на фондовый рынок России в целом и на отдельные его финансовые инструменты, необходимо признать, что наиболее удобным и эффективным инструментом для инвестирования пенсионных накоплений на

данном этапе развития реформы являются корпоративные и субфедеральные облигации. Они менее рискованные, чем акции российских эмитентов, но более доходные, чем государственные облигации. Большая же часть предъявленных инструментов для инвестирования либо недостаточно доходны для покрытия инфляционных издержек, либо недостаточно развиты на российском фондовом рынке; с некоторыми из них у управляющих компаний даже нет необходимого опыта работы.

В работе было сделано предложение отбирать инструменты для инвестирования пенсионных накоплений не по видам, а в зависимости от устойчивости и благонадежности самого эмитента. Но так как подход к формированию основ самой реформы на данном этапе уже устоялся, были рассмотрены так же варианты расширения базы дозволенных финансовых инструментов и возможности включения в них: рублевых облигаций международных финансовых институтов, паев открытых интервальных ПИФов, векселей и фондов недвижимости.

В то же время в третьей части второй главы указаны существующие глобальные практические проблемы и риски реформы, значительно затрудняющие ее дальнейшее развитие. Эти проблемы таковы:

- ✓ Проблема неинформированности застрахованных лиц о целях и сущности пенсионной реформы;
- ✓ Проблема избыточного количества участников реформы (УК и НПФ), затрудняющего обоснованный и справедливый выбор застрахованными лицами субъекта инвестирования;
- ✓ Проблема недобросовестности конкуренции с ЧУК и НПФ со стороны ГУК Внешэкономбанка и ПФР;
- ✓ Использование административного ресурса частными управляющими компаниями и НПФ для привлечения пенсионных инвесторов – в основном, сотрудников финансово-промышленных групп – проблема несвободного выбора субъекта инвестирования;
- ✓ Возможности появления конфликта интересов и использования инсайдерской информации управляющими компаниями, НПФ или специализированным депозитарием, или их работниками.

В третьей главе путем изучения и анализа трех возможных вариантов инвестирования пенсионных накоплений был сделан вывод, что на данном этапе реформы оптимальным и наиболее эффективным с точки зрения получения дохода от инвестирования является вариант инвестирования пенсионных накоплений через частную управляющую компанию, при условии тщательного анализа и скрупулезного подхода к выбору конкретной УК. Наиболее эффективным подходом к выбору субъекта было признано составление рейтинга участвующих в реформе компаний. Во второй части третьей главы были разработаны показатели деятельности УК и НПФ, которые необходимо учитывать при составлении их рейтинга для целей инвестирования пенсионных накоплений.

Согласно замыслу автора, разработанные в третьей главе рекомендации по выбору варианта инвестирования пенсионных средств и составлению рейтинга управляющих компаний и негосударственных пенсионных фондов, должны без сильных затруднений быть применимы на практике и способны помочь застрахованным лицам свободнее ориентироваться на рынке пенсионных накоплений и вкладывать свои пенсионные средства с максимальной отдачей.

Список использованной литературы

I. Нормативные акты Российской Федерации

- 1) Федеральный закон «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации» от 24.07.2002г. №111-ФЗ (в последней редакции закона №183-ФЗ от 28.12.2004г.);
- 2) Федеральный закон «Об обязательном пенсионном страховании в Российской Федерации» от 15.12.2001г. №167-ФЗ (в последней редакции закона №183-ФЗ от 28.12.2004г.);
- 3) Федеральный закон «О трудовых пенсиях в Российской Федерации» от 17.12.2001г. №173-ФЗ (с последними изменениями, внесенными Постановлением Конституционного Суда РФ №11-П от 03.06.2004г.);
- 4) Федеральный закон «О негосударственных пенсионных фондах» от 07.05.1998г. №75-ФЗ (в последней редакции закона №155-ФЗ от 02.12.2004г.);
- 5) Постановление Правительства РФ «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений в отдельные классы активов и определении максимальной доли отдельных классов активов инвестиционном портфеле...» от 30.06.2003г. №379 (в последней редакции Постановления Правительства РФ №628 от 12.11.2004г.);
- 6) Постановление Правительства РФ «Об утверждении инвестиционной декларации Внешэкономбанка о доверительном управлении средствами пенсионных накоплений» от 01.09.2003г. №540;
- 7) Постановление Верховного Совета РФ «Вопросы пенсионного фонда Российской Федерации (России)» от 27.12.1991 №2122-1 (в последней редакции закона №118-ФЗ от 05.08.2000г.).

II. Периодические издания и статьи

- 1) Аракчеева Ю., Коваль Л., «Как не лишиться пенсии» // Ведомости, 03.09.2004г.;
- 2) Беккер А., Мязина Е., «С пенсиями разобрались по-тихому» // Ведомости, 22.04.2005г.;

- 3) Биянова Н., Литвинов А., «Кому отдать 3 триллиона пенсионных денег» // Газета, 22.04.2005г.;
- 4) Виноградов А., «Результаты пенсионной реформы утешают только аналитиков» // Интернет-издательство RBC daily, 06.09.2004г.;
- 5) «Все идет почти по плану» // Профиль, №12, 04.04.2005г.;
- 6) Голикова Л., «НПФ разрешили довести пенсионные накопления до рынка» // Коммерсантъ-Daily, №25, 14.02.2005г.;
- 7) Голикова Л., «Общественный совет утвердит пенсионный провал» // Коммерсантъ-Daily, №13, 27.01.2005г.;
- 8) Голикова Л., «Пенсионная система остается громоздкой и неэффективной» // Коммерсантъ-Daily, №13, 27.01.2005г.;
- 9) Голикова Л., «Пенсионные деньги отпустили на депозиты» // Коммерсантъ-Daily, №92, 25.05.2004г.;
- 10) Голикова Л., «Пенсионные накопления отпустили в евробонды» // Коммерсантъ-Daily, 24.11.2004г.;
- 11) Голикова Л., «Пенсионные фонды оставляют без векселей» // Коммерсантъ-Daily, 24.09.2004г.;
- 12) Голикова Л., «Пенсионным фондам разрешили инвестировать на сторону» // Коммерсантъ-Daily, 18.10.2004г.;
- 13) Голикова Л., «Правительство заставило НПФ нарушать закон» // Коммерсантъ-Daily, №16, 01.02.2005г.;
- 14) Голикова Л., «Сплошное пенсионное разочарование» // Коммерсантъ-Daily, 27.01.2005г.;
- 15) Голикова Л., Шарапова Е., «НПФ проиграли в азартной игре с государством» // Коммерсантъ-Daily, №28, 17.02.2005г.;
- 16) Грозовский Б., «Нежданная подмога» // Ведомости, 08.10.2004г.;
- 17) Демидов Г., «Концепция фондового надувания» // Интернет-издательство Газета.ru, 17.03.2005г.;
- 18) Дмитриев В., «Пусть деньги «молчунов» побудут в государственных руках» // Известия, 28.04.2005г.;
- 19) Емельянова Т., «Ни одна из задач пенсионной реформы не выполнена» // Независимая газета, №41, 02.03.2005г.;

- 20) «За и против – Провалилась ли в России пенсионная реформа?» // Эксперт, №17(464), 09.05.2005г.;
- 21) Зайцев Е., «Чего не хватает для успешного инвестирования пенсионных денег» // Газета, 17.11.2004г.;
- 22) «Инфляция 2005 будет выше запланированной» // Интернет-издательство Газета.ru, 28.01.2005г.;
- 23) Ковалев А., «Молчание: Пенсионные Герасимы» // Ведомости, 23.07.2004г.;
- 24) Коваль Л., Аракчеева Ю., «Промежуточный финиш» // Ведомости, 17.09.2004г.;
- 25) Козицын С., «Некуда вложить» // Ведомости, 23.09.2004г.;
- 26) Козицын С., Мязина Е., «Главный инвестор» // Ведомости, 14.03.2005г.;
- 27) Кокорев Р.А., «Пенсионная реформа: формирование накопительной части трудовой пенсии» // Информационно-аналитический бюллетень Бюро экономического анализа, 2003г.;
- 28) Кокорев Р.А., «Проблемы становления накопительной части системы обязательного пенсионного обеспечения» // Информационно-аналитический бюллетень Бюро экономического анализа, №40, 2003г.;
- 29) Кокорев Р.А., Трухачев С.А., «Негосударственные пенсионные фонды в России: текущее состояние, проблемы и пути развития» // Информационно-аналитический бюллетень Бюро экономического анализа, 2004г.;
- 30) Конищева Т., «На пенсию – не по возрасту, а по желанию» // Российская газета, 30.03.2005г.;
- 31) Коновалов В., «Пенсионная реформа надежд не оправдала» // Московская правда, №63, 28.03.2005г.;
- 32) Короп Е., «Бизнес поддержки штанов» // Профиль, №4, 07.02.2005г.;
- 33) Короп Е., «Геннадий Батанов: Россия идет в русле мирового опыта пенсионных реформ» // Профиль, №6, 21.02.2005г.;
- 34) Мязина Е., «НПФ не до реформы» // Ведомости, 29.09.2004г.;
- 35) Мязина Е., Грозовский Б., «В НПФ зависли частные деньги» // Ведомости, 18.01.2005г.;
- 36) «Пенсионное бремя» // Ведомости, №70, 20.04.2005г.;
- 37) «Перспективы развития пенсионных денег» // Рынок ценных бумаг, №20, 2004г.;

- 38) Сачер Б., «Фондовый рынок: исцелим себя сами» // Ведомости, 27.09.2004г.;
- 39) Семенова И., «Полный стабилизец!» // Московский комсомолец, 11.05.2005г.;
- 40) Тофанюк Е., «Пенсионерам предлагают вложиться в недвижимость» // Интернет-издательство RBC daily, 06.10.2004г.;
- 41) Фрумкин К., «Бумага для пенсионной реформы» // Известия, 13.01.2005г.;
- 42) Шерстнев В., Лукин С., «Подходы и принципы пенсионного рейтингования: рейтинги УК и НПФ» // Рынок ценных бумаг, №12 (267), 2004г., с. 23-24;
- 43) Шмелев П., «Биржа на пенсии» // Новая газета, №22, 28.03.2005г.

III. Интернет-ресурсы

- 1) www.pfrf.ru – сайт Пенсионного фонда Российской Федерации;
- 2) www.pensionreform.ru – проект «Лаборатория пенсионной реформы»;
- 3) www.pensreforma.ru – информационный проект УК «Монтес Аури»;
- 4) www.pensionline.ru – информационный тематический ресурс;
- 5) www.pension.spros.ru – тематический информационный проект Конфедерации Обществ Потребителей и Интернет-редакции «Спрос»;
- 6) www.fundshub.ru – независимый коммерческий проект «Информационно-аналитический портал Пенсионной индустрии»;
- 7) www.investfunds.ru – проект Информационного агентства Cbonds.ru;
- 8) www.bcs.ru/pensia/ – информационный проект УК «Брокеркредитсервис»;
- 9) www.akm.ru – сайт информационного агентства «АК&М»;
- 10) www.gks.ru – сайт Федеральной службы государственной статистики.

IV. Иные источники

- 1) «Перспективы инвестирования пенсионных накоплений в ценные бумаги иностранных эмитентов» // Тезисы выступления Заместителя Председателя Комитета по труду и социальной политике Государственной Думы Российской Федерации Брусникина Н.Ю. на международной конференции «Пенсионная Реформа в России» 31.03.2003г.

Приложения