

# ДИВЕРСИФИКАЦИЯ ИНСТРУМЕНТОВ ИНВЕСТИРОВАНИЯ СРЕДСТВ «МОЛЧУНОВ» И ВОЗМОЖНЫЕ МЕХАНИЗМЫ ИНВЕСТИРОВАНИЯ ТАКИХ СРЕДСТВ



**Доклад  
на конференции  
«Российская  
пенсионная система  
как фактор роста  
национальной  
экономики»  
22 ноября 2005 г.**

**П**редоставленная возможность позволяет высказать позицию Внешэкономбанка как государственной управляющей компании касательно механизмов инвестирования пенсионных накоплений. На сегодняшний день деятельность по доверительному управ-

**Александр ПОПОВ**  
*Директор Департамента доверительных отношений  
Внешэкономбанка*

лению средствами пенсионных накоплений стала одним из важнейших направлений деятельности Внешэкономбанка, которое вызывает широкий общественный интерес. В связи с утверждением стандартов раскрытия информации об инвестировании средств пенсионных накоплений считаем возможным вкратце огласить некоторые результаты нашей деятельности.

*Результаты  
деятельности  
государственной  
управляющей компании*

Основными направлениями деятельности Внешэкономбанка в области доверительного управления средствами пенсионных накоплений стали выработка стратегии инвестирования, формирование портфеля ценных бумаг за счет средств, переданных в доверительное управление,

а также подготовка предложений, связанных с разработкой и совершенствованием нормативной базы.

Общий объем средств, переданных в доверительное управление Внешэкономбанку за 2004–2005 годы, превысил 136 млрд руб., из них 43,8 млрд передано в 2005 году. По состоянию на 30 сентября 2005 г. рыночная стоимость портфеля, сформированного за счет средств пенсионных накоплений, составила 148,2 млрд руб., в том числе 111,0 млрд – рыночная стоимость ценных бумаг и 37,2 млрд – остатки денежных средств на счетах доверительного управляющего. Сумма доходов от инвестирования, полученных за три квартала 2005 года, значительно превысила аналогичный показатель предыдущего отчетного года и составила более 10 млрд руб., что соответствует доходности в 12,5% годо-

Результаты деятельности в 2004–2005 гг.

Основные показатели деятельности	По итогам 2004 года (на 31/12/2004)	По итогам 3-х кварталов 2005 года (на 30/09/2005)	В процентах к 2004 году
Рыночная стоимость портфеля (руб.)	94 706 158 458.09	148 185 451 328.10	156,5
Стоимость чистых активов	94 373 842 388.60	148 185 451 328.10	157,01
Доходы от инвестирования (руб.)	3 246 184 463.23	10 139 759 065.40	312,4
Доходность инвестирования (% год)	7.33	12.50	170,5
Передано в доверительное управление (руб.)	92 371 477 718.83	43 765 116 371.97	47,4
Необходимые расходы (руб.)	81 275 709.98	100 964 121.04	124,2
Относительный показатель необходимых расходов (отношение расходов к СЧА)	0,086%	0,068%	79

Структура инвестиционного портфеля на 31/12/2004

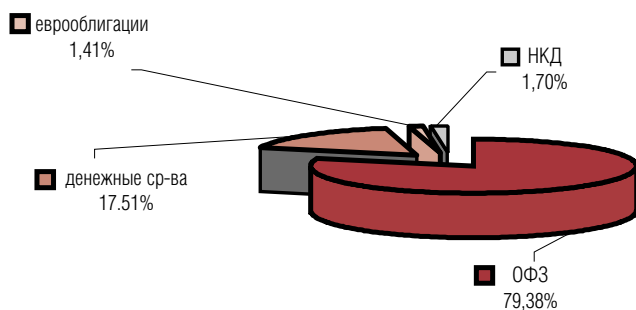


Рис. 1

вляющего до 30% стоимости инвестиционного портфеля (рис.1).

Динамика доходов от инвестирования в 2005 г. (млрд руб)

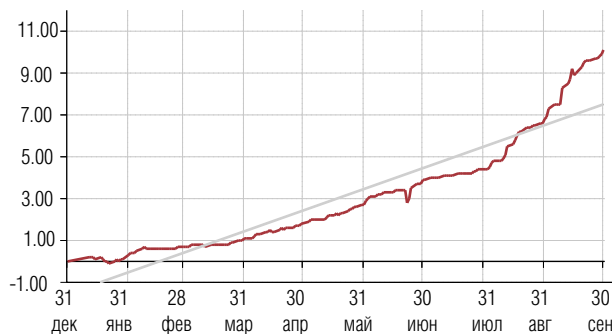


Рис. 2

В 2005 г. Внешэкономбанк наращивал долю еврооблигаций в общей стоимости инвестиционного портфеля. Операции на рынке ОФЗ проводились в целях фиксации прибыли по ценным бумагам с дюрацией менее 1 года, увеличения общей дюрации по портфелю ценных бумаг. В августе–сентябре 2005 г. Пенсионный фонд Российской Федерации передал в доверительное управление более 43 млрд руб. В ближайшие 6 месяцев (до марта 2006 г.) планируется дополнительное поступление в доверительное управление около 40 млрд руб.

вых (расчет доходности произведен в соответствии со стандартами раскрытия информации). Необходимые расходы по доверительному управлению средствами пенсионных накоплений за три квартала 2005 года составили 101 млн руб., что на 24% больше суммы необходимых расходов за 2004 год, однако относительный показатель необходимых расходов (расходы/стоимость чистых активов) снизился.

Показатели доходности инвестирования в 2004 году явились следствием действовавших ограничений, запрещавших приобретать еврооблигации на внебиржевом рынке. Формирование инвестиционного портфеля осуществлялось за счет приобретения ОФЗ в объеме, не превышающем 80% стоимости портфеля, что привело к увеличению среднегодового остатка денежных средств на счетах доверительного упра-

По итогам 3-х кварталов 2005 года доходность портфеля, сформированного за счет средств пенсионных накоплений, совпадает с прогнозным уровнем инфляции за 2005 год, значительно превышая аналогичный показатель за предыдущий отчетный год (рис. 2).

*Необходимость изменения системы инвестирования средств «МОЛЧУНОВ»*

Вместе с тем уже сейчас объемы средств пенсионных накоплений так называемых молчунов настолько велики, что государственная управляющая компания сталкивается с нехваткой инструментов инвестирования. В этой связи в течение 2–3-го кварталов этого года представителями федеральных

ведомств была озвучена идея о необходимости существенных изменений системы инвестирования средств «молчунов». Можно выделить следующие основные причины, приведшие к осознанию необходимости таких изменений:

- Несущественное сокращение доли «молчунов» в ближайшие 5 лет. Предполагается, что в среднем снижение доли «молчунов» не превысит 3% в год, следовательно, к 2009–2010 гг. доля средств «молчунов» будет по-прежнему составлять около 90% от всей суммы пенсионных накоплений (рис. 3).

- Темпы роста средств пенсионных накоплений значительно опережают планируемые темпы роста государственного долга Российской Федерации.

В такой ситуации рынок государственных ценных бумаг, с учетом установленного ограничения на приобретение ценных бумаг одного выпуска в размере 35%, будет недостаточен для инвестирования всех средств «молчунов».

- Необходимость обеспечения притока долгосрочных инвестиционных ресурсов в реальную экономику России.

Учитывая перечисленные факторы, возникает реальная необходимость диверсификации инструментов инвестирования средств «молчунов». При выработке подходов к данной

проблеме необходимо учитывать прогноз роста дефицита ПФР, который вызван снижением ЕСН, а также существованием задолженности работодателей по базовой и страховой частям пенсии. По нашим расчетам, если дефицит бюджета ПФР будет финансироваться не за счет накопительной части пенсионных средств, а за счет иных источников (в качестве вариантов предлагается повышение пенсионного возраста, изменение регрессивной шкалы ЕСН, выделение средств из Стабилизационного фонда на финансирование дефицита ПФР), то проблема нехватки инструментов потребует решения уже в 2007 году.

При любом развитии событий с финансированием дефицита бюджета ПФР с повестки дня не снимается проблема повышения доходности инвестирования средств пенсионных накоплений при сохранении высокой степени надежности, а также вопрос привлечения пенсионных средств в реальную экономику.

В качестве путей решения, по нашему мнению, можно назвать следующее:

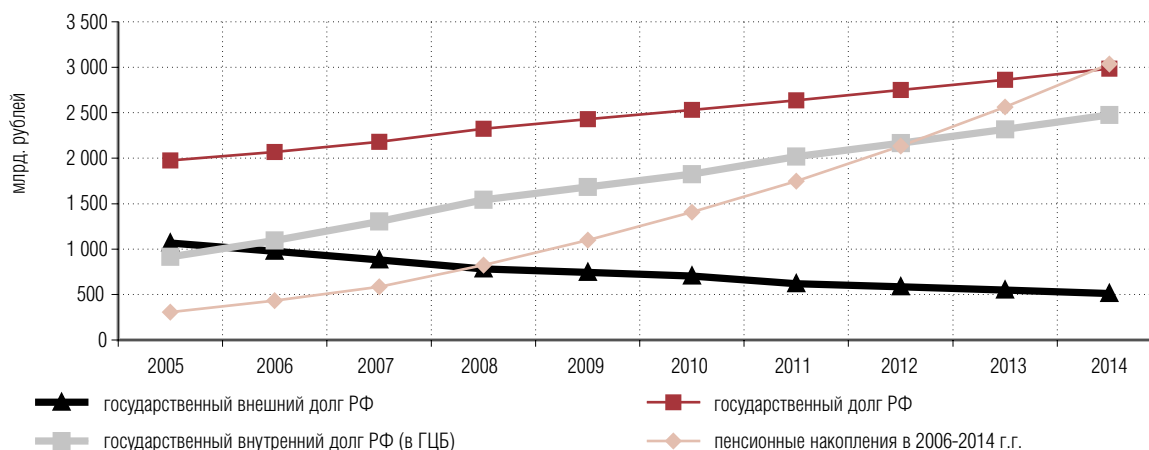
1. Необходимо способствовать осознанному переходу граждан в НПФ и частные УК, которые уже на сегодняшний день обладают достаточно широким набором инструментов инвестирования. Для этого необходимо

проводить широкое информирование граждан о сути пенсионной реформы, результатах работы управляющих компаний и НПФ, а также важно сохранять стимулы для сознательного выбора инвестиционного портфеля. Таким стимулом на данном этапе может являться лишь стабильное превышение доходности инвестирования НПФ и частных УК над доходностью инвестирования средств «молчунов».

2. Необходимо расширение инструментов инвестирования средств «молчунов». Однако к реформированию системы инвестирования таких средств надо подходить с особой осторожностью, так как «молчуны» являются наиболее консервативной частью граждан. Считаем, что при инвестировании таких средств надежность должна превалировать над доходностью.

Как государственная управляющая компания Внешэкономбанк обеспечивает высочайший уровень надежности и прозрачности инвестирования при самом низком уровне необходимых расходов (по данным информационного агентства АК&М, доля необходимых расходов в объеме привлеченных средств в 2004 году составила всего 0,09% по сравнению с 0,29% в среднем по частным УК). Все операции по инвестированию осуществляются без привлечения брокеров и полностью под-

Рис. 3



контрольны спецдепозитарию, что существенно снижает риски инвестирования.

Накопленный опыт работы на различных финансовых рынках мог бы позволить Внешэкономбанку самостоятельно осуществлять инвестирование средств «молчунов» в расширенный круг инструментов, включая российские и зарубежные корпоративные облигации и акции. Вместе с тем мы понимаем, что выход на российский фондовый рынок одного крупного инвестора может привести к монополизации данного финансового сектора, что не будет способствовать его развитию.

### *Диверсификация инструментов и шаги по изменению системы*

Как нам видится, решение проблемы диверсификации инструментов инвестирования средств «молчунов» может состоять в допуске к управлению этими средствами частных управляющих компаний, для чего необходимо внести соответствующие изменения в Федеральный Закон «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации». При этом механизм может быть следующим:

1. Вновь поступающие в доверительное управление средства «молчунов» делятся на два или более портфелей.

2. Деление средств между портфелями осуществляется по соотношению риск/доходность, а также с учетом прогнозируемых объемов рынка по инструментам.

3. При общей консервативной направленности инвестирования портфели делятся на «ультраконсервативный» и один или несколько менее консервативных портфелей.

4. Так как и государственная и частные управляющие компании, по сути, управляют одним портфелем, но для них предусмотрен различный уровень рис-

ка, то возникает необходимость избежать нежелательной конкуренции между ними путем создания различного набора инструментов для каждого уровня риска.

5. В ультраконсервативный портфель, управляемый государственной управляющей компанией, могут входить российские госбумаги, включая ГСО, ценные бумаги, обеспеченные гарантией Российской Федерации, а также иностранные ценные бумаги.

6. В менее консервативные портфели могут входить как российские госбумаги, так и субфедеральные и корпоративные облигации, все ипотечные ценные бумаги, паи и акции иностранных инвестиционных фондов, а также российские акции в жестко лимитированном объеме; управление такими портфелями осуществляется частными УК, отбираемыми по специальному конкурсу.

7. Ограничения на инвестирование в отдельные классы активов по всему портфелю «молчунов», или по видам портфелей, устанавливаются уполномоченным федеральным органом.

8. Результаты работы всех компаний за отчетный год суммируются спецдепозитарием или ПФР и разносятся на счета застрахованных лиц.

Для указанного механизма инвестирования наиболее важным является вопрос о характере управления портфелем «молчунов», а именно, будет ли он активным или пассивным.

От решения данного вопроса в первую очередь зависит способ установления ограничений по структуре портфелей, формируемых за счет средств «молчунов». Если будет выбран активный характер управления, то логично устанавливать лишь максимальные доли вложений в определенный вид финансовых инструментов, при этом сумма максимальных долей по всем инструментам, входящим в портфель, должна существенно превышать 100%. Пассивный харак-

тер управления влечет установление жесткой структуры портфеля с минимально возможными отклонениями, что также может отразиться на размере вознаграждения, выплачиваемом управляющим компаниям.

По нашему мнению, управление должно носить активный характер, так как только активные действия профессионального управляющего могут обеспечить сочетание рыночного уровня доходности и минимальных рисков. Принятие пассивной модели управления приведет к тому, что основные управленческие решения, которыми являются решения по структуре портфеля, будут приниматься не профессиональным управляющим, а уполномоченным органом исполнительной власти. В этом случае будет утеряна оперативность принятия решений по изменению структуры портфеля в соответствии с рыночными условиями, что многократно увеличит риски инвестирования и возложит ответственность за результаты управления непосредственно на государство.

Для обеспечения активного управления ультраконсервативным портфелем мы предлагаем включить в него не только государственные ценные бумаги РФ, но и ценные бумаги иностранных эмитентов, обладающих рейтингом не ниже AAA, а также любые облигации, обладающие гарантией Российской Федерации, и облигации организаций, полную ответственность по обязательствам которых несет Российская Федерация (например, облигации банков развития). Указанные инструменты позволят более эффективно решать вопрос о притоке средств в экономику страны. На этой проблеме мы хотели бы остановиться подробнее.

### *Инфраструктурные проекты*

В западных странах банки развития служат проводниками инвестиционной политики госу-

дарства. При этом не вызывает сомнений, что первоочередная задача государства в сфере экономики заключается в создании условий для ведения бизнеса и формировании благоприятного инвестиционного климата. Составной частью этой задачи является развитие инфраструктуры экономики. Одним из инструментов, способствующих решению подобных задач, и являются банки развития.

Возможность надежного и, главное, прибыльного инвестирования средств в долгосрочные инфраструктурные проекты подтверждается успешной деятельностью Немецкого банка реконструкции – KfW.

В 2004 г. на финансирование различных проектов Банк направил порядка 62.9 млрд евро, при этом на финансирование инфраструктурных проектов, инициатив, направленных на защиту окружающей среды, проектов в области жилищного строительства пришлось 54,8% от всего объема финансирования Банка.

Большую часть средств KfW привлекает на финансовых рынках – порядка 70% от всех полученных средств Банка приходится на выпуск облигаций; займы у федерального правительства составляют лишь 5,4%. Государственная поддержка распространяется, как правило, на отдельные узкоспециализированные проекты.

При этом государство гарантирует все существующие и будущие обязательства KfW – займы, облигационные выпуски и деривативы, а также обязательства третьих лиц, гарантированные KfW. Гарантия покрывает как выплаты по основному долгу, так и проценты.

В США аналогом банкам развития выступают различные фонды, которые финансируются федеральным правительством и правительствами штатов. Механизм финансирования фондами инфраструктурных проектов предполагает создание обеспе-

чения в виде гранта, предоставленного федеральным правительством. Облигации фондов обладают также высокой степенью кредитного качества, что способствует повышению привлекательности этих бумаг для институциональных инвесторов.

Вышесказанное в равной степени может быть отнесено и к другим экономически развитым странам, а также к таким успешно развивающимся странам, как Китай, Индия и т.д.

Следует отметить, что источниками средств для банков развития часто служат пенсионные накопления, так как в пенсионных фондах концентрируются наиболее долгосрочные финансовые ресурсы национальной экономики. По нашему мнению, и в Российской Федерации возможно использование средств пенсионных накоплений в качестве ресурсной базы для финансирования инфраструктурных проектов. В данном случае аргументами могут выступать следующие положения:

1. В отличие от использования средств Стабфонда, инвестирование средств пенсионных накоплений в инфраструктурные проекты не приведет к росту инфляции, так как формирование средств пенсионных накоплений осуществляется за счет внутренних ресурсов российской экономики и не зависит от изменения цен на энергоносители на мировых рынках.

2. В связи с долгосрочным характером средств пенсионных накоплений (первые существенные выплаты из средств пенсионных накоплений могут начаться не ранее 2022 года) такие средства могут размещаться на сроки от 15 лет и более.

Вместе с тем в целях обеспечения надежности и возвратности вложений обязательным условием инвестирования средств пенсионных накоплений должно стать предоставление государственной гарантии по соответствующим долговым инструментам. При этом предоставление

государственной гарантии, в отличие от прямых бюджетных инвестиций, не обязательно ведет к затратам бюджетных средств.

Ввиду наличия государственных гарантий доходность по инвестициям в инфраструктурные проекты будет сопоставима с доходностью по государственным ценным бумагам, что позволит диверсифицировать инвестирование пенсионных накоплений при соблюдении принципов надежности вложений и обеспечении необходимой доходности.

Кроме того, одной из важнейших функций банка развития является контроль за целевым использованием предоставляемых средств, что позволяет обеспечить их возвратность и доходность.

Отрадно отметить, что Правительство Российской Федерации обратило внимание на большой потенциал банка развития как проводника государственной инвестиционной политики. Так, в соответствии с недавно одобренной (08.10.2005 г.) Программой Российской Федерации программой дополнительных мер, направленных на ускорение экономического роста, банк развития должен стать эффективным инструментом финансирования и осуществления проектов, направленных на стимулирование научно-технического прогресса, совершенствование отраслевой структуры экономики, реализацию ряда социальных задач.

В связи с вышеизложенным считаем возможным применение в России модели инфраструктурного финансирования с использованием средств пенсионных накоплений через банк развития. Внедрение рассмотренного механизма в российскую экономику позволит не только решить проблемы развития национальной инфраструктуры, но и расширит возможности инвестирования средств пенсионных накоплений при обеспечении их высокой надежности и сохранности.