



Полина Минкина
портфельный управляющий UFG Asset Management

О ПУТЯХ ПОВЫШЕНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИРОВАНИЯ СРЕДСТВ ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ

АКТУАЛЬНАЯ СИСТЕМА ИНВЕСТИРОВАНИЯ СРЕДСТВ ПЕНСИОННЫХ НАКОПЛЕНИЙ И РЕЗЕРВОВ СОСТОИТ ИЗ 3 ОСНОВНЫХ ИНСТИТУТОВ: РЕГУЛЯТОРА, ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ И УПРАВЛЯЮЩИХ КОМПАНИЙ. ЗАДАЧИ И МЕТОДЫ, ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ ДЛЯ ИХ РЕШЕНИЯ ВСЕМИ УЧАСТНИКАМИ ПРОЦЕССА ИНВЕСТИРОВАНИЯ, ДОЛЖНЫ ОТВЕЧАТЬ ОСНОВНОЙ ЦЕЛИ — ЭФФЕКТИВНОМУ ВКЛОЖЕНИЮ ПЕНСИОННЫХ СРЕДСТВ С ДОХОДНОСТЬЮ, ПРЕВЫШАЮЩЕЙ БУДУЩУЮ ИНФЛЯЦИЮ, ЧТОБЫ К МОМЕНТУ ВЫПЛАТ ПЕНСИИ ВКЛАДЧИКУ ОНИ ПО КРАЙНЕЙ МЕРЕ НЕ ОБЕСЦЕНИЛИСЬ. В ДАННОЙ СТАТЬЕ МЫ ОБСУДИМ НАИБОЛЕЕ АКТУАЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ И ВОЗМОЖНЫЕ ПУТИ ЭФФЕКТИВНОГО ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ ВСЕХ УЧАСТНИКОВ ПРОЦЕССА ИНВЕСТИРОВАНИЯ СРЕДСТВ ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ.

Управляющая компания занимается инвестированием средств пенсионных накоплений и резервов с учетом ограничений регулятора и договоров, заключенных с пенсионными фондами. Главной целью УК является эффективное управление портфелем: отбор наиболее привлекательных эмитентов с приемлемым уровнем кредитного качества и достижение максимальной доходности на заданном горизонте.

В существующей системе инвестирования пенсионных средств наблюдаются некоторые противоречия.

РЕГУЛИРОВАНИЕ

Регулятор в лице ФСФР создает нормативную базу, максимально ограничи-

вающую риски, связанные с инвестиционной деятельностью, и описывающую основные цели инвестирования пенсионных средств. Пенсионное законодательство предполагает разделение средств пенсионных фондов на две части: накопительную и страховую.

Накопительная часть является наиболее консервативной с точки зрения инвестирования. В настоящее время в портфели пенсионных накоплений могут быть включены только ценные бумаги, входящие в котировальный список «А1» хотя бы одной из бирж. Данное ограничение, созданное для того, чтобы пенсионные накопления инвестировались только в бумаги эмитентов, обладающих наибольшей прозрачностью, едва ли способству-

ет достижению поставленной цели. Управляющие не имеют права инвестировать средства пенсионных накоплений в бумаги таких компаний, как Газпром, ГМК «Норильский никель», Роснефть, и других эмитентов, которые большинством участников рынка ценных бумаг признаны максимально прозрачными. Эти компании ежеквартально публикуют отчетность по международным стандартам с высокой степенью раскрытия информации. Список «А1» включает лишь 11 эмитентов акций и относительно небольшое число эмитентов облигаций. С учетом ограничения доли эмитента в портфеле в 5% максимальная аллокация акций в портфеле пенсионных накоплений в 45% достигается лишь в том случае, если управляющий

приобретет акции 9 эмитентов из 11, входящих в список «А1», в максимальной возможной пропорции. Таким образом, современное законодательство способствует тому, чтобы управляющие руководствовались в принятии решений не принципами эффективного инвестирования, выбирая наиболее недооцененных эмитентов с наилучшим кредитным качеством, а предпочитали те бумаги, которые удовлетворяют формальным критериям. Расширение списка разрешенных инструментов даст возможность УК управлять пенсионными

инвестиционными идеями. Дело в том, что современная биржевая инфраструктура России предполагает предварительное депонирование 100% бумаг и денежных средств. При отсутствии единого механизма центрального клиринга и централизованного депозитария участники рынка предпочитают совершать сделки напрямую друг с другом, без участия биржи, отдельно оговаривая сроки поставки бумаг. Такой механизм приводит к тому, что многие акции на бирже имеют ограниченную ликвидность, и построить даже небольшую позицию в 2–3% от портфеля средних размеров без использования внебиржевых сделок сложно. Новое ограничение несколько опережает развитие биржевой инфраструктуры и препятствует эффективному осуществлению сделок при управлении средствами пенсионных фондов.

пользу вкладчиков. Они занимаются распределением средств среди управляющих компаний и задают для них инвестиционные цели: сроки инвестирования, инвестиционные декларации, целевую доходность (бенчмарк).

ВЫБОР УПРАВЛЯЮЩЕЙ КОМПАНИИ

Основная задача, с которой сталкивается пенсионный фонд, — отбор наиболее эффективных управляющих компаний. Мы знаем различные методики таких оценок, большинство из них основаны на комбинации формальных характеристик УК (год создания, численность персонала, размер средств под управлением и пр.) и доходности за прошлые периоды.

В целом критерии надежности управляющей компании: публичность, наличие истории нескольких лет успешной работы на рынке и т. п. — относятся к общепринятым в мире факторам, на которые должны обращать внимание пенсионные фонды при выборе УК. Однако в условиях российского рынка, который имеет довольно короткую по мировым стандартам историю, соблюдение критериев зачастую выливается в формальное заполнение анкеты.

Кроме того, анализ доходности за предыдущие периоды, как правило, ограничивается одним годом. Статистически результаты инвестирования за 1 год не являются репрезентативными для формирования ожиданий доходности и эффективности инвестирования в будущем.

Существуют и более сложные методы оценки управляющих компаний, например методики на основании статистических коэффициентов. Их основное достоинство по сравнению с рейтингом доходности состоит в том, что они учитывают и относительный риск инвестирования. Мы считаем, что коэффициенты Шарпа, альфа- и бета-коэффициенты применимы лишь в том случае, если приходится сравнивать результаты управления УК одинакового уровня, имеющих не менее чем 5–7 лет успешного опыта работы на рынке. Во-первых, на таких временных интервалах эти коэффициенты действительно являются статистически значимыми. Во-вторых, сравнение статистических коэффициентов надежных управляющих компаний со значительным опытом инвестирования, доказанными результатами управления, диверсифицированной клиентской базой, обеспечивающей устойчивость компании даже в периоды неблагоприятной ситуации на фондовом

Самый тонкий момент инвестирования пенсионных средств, как, наверное, и любых инвестиций, — это баланс между доходностью и риском. Но для пенсионных средств ограничение риска гораздо важнее, чем для каких-либо других портфелей.

накоплениями действительно исходя из принципов «надежности, ликвидности, доходности и диверсификации», как этого от них требует закон.

Регулирование инвестирования страховой части пенсий практически не препятствует управляющим эффективно вкладывать средства портфелей. Ограничение доли одного эмитента в 10% решает задачу диверсификации инвестиционного портфеля, а наличие признаваемой котировки хотя бы у 40% бумаг обеспечивает высокую ликвидность. Данные ограничения не являются критичными для эффективности управления и позволяют управляющему выбирать объекты инвестирования из широкого спектра эмитентов. Но и в случае инвестирования страховой части пенсии существуют некоторые противоречия, препятствующие эффективному вложению средств. В последней редакции закона об инвестировании пенсионных резервов появилось ограничение на совершение внебиржевых сделок. Объем таких сделок за 1 кв. не может превышать 20% от объема портфеля. Основной целью такого ограничения является повы-

инвестиционных идей. Дело в том, что современная биржевая инфраструктура России предполагает предварительное депонирование 100% бумаг и денежных средств. При отсутствии единого механизма центрального клиринга и централизованного депозитария участники рынка предпочитают совершать сделки напрямую друг с другом, без участия биржи, отдельно оговаривая сроки поставки бумаг. Такой механизм приводит к тому, что многие акции на бирже имеют ограниченную ликвидность, и построить даже небольшую позицию в 2–3% от портфеля средних размеров без использования внебиржевых сделок сложно. Новое ограничение несколько опережает развитие биржевой инфраструктуры и препятствует эффективному осуществлению сделок при управлении средствами пенсионных фондов.

ТРЕБОВАНИЯ НПФ

Пенсионные фонды аккумулируют средства вкладчиков, планируют денежные потоки, согласуют предстоящие пенсионные взносы и выплаты пенсий в

СПРАВКА О КОМПАНИИ

На сегодняшний день УК «ОФГ ИНВЕСТ» (*UFG Asset Management*) управляет активами крупнейших российских негосударственных пенсионных фондов, среди которых НПФ «Благосостояние», НПФ «Сбербанка», НПФ «ТНК–Владимир», НПФ «Райффайзен», НПФ «Социальное развитие», НПФ Оборонно-промышленного комплекса, НПФ «ЭНЕРГОАТОМГАРАНТ» и др.

рынке и оттока средств, и показателей компаний-новичков не является корректным подходом.

ГАРАНТИИ ДОХОДНОСТИ

Самый тонкий момент инвестирования пенсионных средств, как, наверное, и любых инвестиций, — это баланс между доходностью и риском. Но для пенсионных средств ограничение риска гораздо важнее, чем для каких-либо других портфелей. Поэтому пенсионные фонды нередко требуют от управляющих обеспечения так называемой гарантированной доходности или гарантии возврата капитала. Однако надо помнить, что УК не располагает ресурсами для обеспечения таких гарантий. Гарантия может быть обеспечена ресурсами третьих лиц (банков или страховых компаний), что подразумевает для НПФов дополнительные расходы. В рамках гипотезы об эффективном рынке теория говорит, что при полном хеджировании всех рисков итоговая доходность инвестирования приближается к безрисковой. Следует отметить, что привлечение гарантии со стороны третьих лиц подразумевает дополнительный контроль со стороны гаранта, что еще больше ограничит гибкость управляющего. Некоторое время назад на рынке предлагался подобный продукт, и, насколько можно судить, практика соответствовала теории — итоговая

доходность оказалась ниже ожиданий клиентов.

Чтобы добиться доходности, позволяющей обогнать инфляцию, инвестор вынужден принимать на себя определенные риски. НПФ, заботясь о минимизации близкого и понятного рыночного риска, обычно полностью игнорируют главный риск инвестиций на длительный срок — инфляцию. Таким образом, требование каких-то гарантий по доходности противоречит основной цели инвестирования пенсионных средств. Пенсионным фондам необходимо осознать, что управляющая компания не банк, а предоставление гарантий по доходности не определяет качество управления. Риск даже при эффективном управлении подразумевает возможность потерь на коротких промежутках времени, но обеспечивает дополнительную доходность в долгосрочной перспективе.

Главная гарантия, которую может и должен давать управляющий своим клиентам, — обеспечение лучшего профессионального управления для достижения инвестиционных целей, поставленных клиентом.

БАЛАНСОВАЯ СТОИМОСТЬ

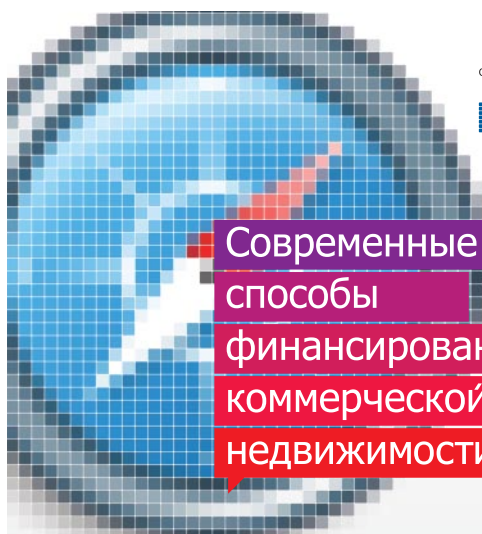
Еще одной проблемой взаимодействия фондов и управляющих компаний является внимание, которое фонды уде-

ляют балансовой стоимости своих портфелей. Так как обычно балансовая стоимость соответствует цене приобретения актива и подлежит переоценке по итогам каждого отчетного периода, то пожелание фонда «управлять» балансовой стоимостью активов внутри периода выливается в то, что фонд не имеет объективной картины состояния своего портфеля. Для управляющих критерием успеха всегда является рост оценочной стоимости активов.

СРОК ДОГОВОРА С УПРАВЛЯЮЩЕЙ КОМПАНИЕЙ

Большинство договоров на управление пенсионными резервами заключается на 1 год. Тем самым неявно задается очень короткий период размещения средств. Как уже говорилось ранее, 1 год не является показательным при оценке эффективности управления. Помимо этого, такой срок также противоречит основной задаче инвестирования пенсионных средств — обеспечению долгосрочной доходности, превышающей инфляцию.

Управляющий, действуя в интересах фонда, должен стремиться выбирать фундаментально недооцененные активы, однако тем самым в периоды волатильного рынка он идет на риск проиграть конкурентам в краткосрочной перспективе. Су-



Современные способы финансирования коммерческой недвижимости:

Лизинг, Проектное финансирование, IPO

При поддержке Сбербанка России

15 мая 2008 года | Москва, **Marriott Grand Hotel**
+7 (495) 518 3837 | www.arendator.ru/finance

Организатор



Партнер



Генеральный спонсор



Спонсор



Спикеры:

Алексей Чувин, Сбербанк РФ
Андрей Филев, РГ Лизинг
Максим Сельцер, Номура(СНГ) LTD
Владимир Шаповалов, Ренессанс Капитал
Тим Миллард, Cushman & Wakefield Stiles & Riabokobylko
Марианна Романовская, TriGranit Development Corporation Moscow
Джеймс Корриган, Jones Lang LaSalle
Ирина Дзюба, MR Group
Павел Бондарчук, Система - Галс

Генеральный медиа-партнер



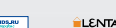
Генеральный интернет-партнер



Генеральный информационный партнер (основ. Лизинг)



Медиа-партнер:



существующая практика краткосрочных договоров стимулирует управляющих на выбор исключительно консервативных стратегий, что не соответствует долгосрочным целям НПФ.

Долгосрочные договоры позволяют УК эффективнее управлять портфелями пенсионных фондов и более объективно оценивать результаты этого управления.

Опираясь на опыт управления резервами НПФ, накопленный на протяжении более 5 лет, и технологии, ис-

пользуемые в управлении оффшорными хедж-фондами, наша компания может предложить продукт, сочетающий преимущества размещения в рискованные активы (акции) и сохранность пенсионных средств. Необходимое условие такого продукта — заключение договора на срок от 3 лет. При этом для обеспечения возврата капитала привлекаются ресурсы третьих лиц (банка) без создания нагрузки на собственный капитал управляющей компании.

Современное пенсионное законодательство появилось в результате пенсионной реформы 2004 г. Учитывая масштабы времени, которыми оперирует пенсионная система, сейчас еще рано судить об успешности этой реформы. Можно сказать, что ее начало в целом было успешным, но предстоит еще много работы по настройке взаимодействия участников инвестиционного процесса (УК, НПФ и регулятора), которая необходима для повышения ее эффективности. ■

КОММЕНТАРИИ СПЕЦИАЛИСТОВ

Владислав Бессарабов

заместитель генерального директора по юридическим вопросам УК РОСБАНКА

Истинные масштабы новых инвестиционных возможностей НПФов можно будет оценить только после появления подзаконной нормативной базы. Это и соответствующие обновления требований к Правилам размещения средств пенсионных резервов НПФ, которые утверждаются Правительством РФ, и новое Положение о составе и структуре ПИФов?, а также ряд других актов.

Обозначенный Президентом РФ Владимиром Путиным вектор на развитие инновационной экономики просто обязывает

законодателей предоставить участникам накопительной пенсионной системы возможность использования средств пенсионных накоплений на развитие инновационных отраслей российской экономики. Не стоит забывать и об идее рынка, о целесообразности предоставления возможности использовать пенсионные средства в реализации нацпроекта «Доступное жилье» с применением ипотечных программ, а также в решении задачи создания новых транспортных магистралей в нашей стране.

Антон Ляшедько

генеральный директор УК «АК БАРС КАПИТАЛ»

Кроме признания факта того, что НПФ является квалифицированным инвестором, существуют определенные ограничения по структуре активов, разрешенных для инвестирования НПФа. В первую очередь это касается акций «голубых фишек», количество которых в последнее время неуклонно сокращается в связи с проводимыми реформами разных отраслей (прежде всего энергетики и телекоммуникаций), что в свою очередь затрудняет работу управляющих в части диверсификации портфеля. Соответственно, акции с хорошими фундаментальными показателями и дивидендной доходностью, относящиеся ко второму и третьему эшелонам, до сих пор недоступны для инвестирования, и эта проблема во многом объясняет низкую доходность управления пенсионными резервами. Возможно, увеличение списка доступных инструментов и включение в него деривативов для нужд хеджирования портфеля помогут отчасти решить проблему эффективности управления. И тот факт, что шаги в этом направлении делаются, говорит о том, что регулирующие органы понимают назревшую необходимость реформ отрасли.

Признание НПФ квалифицированным инвестором в какой-то мере улучшит ситуацию, по крайней мере, за счет возможности применения финансового рычага для инструментов с фик-

сированной доходностью, а также схем с проведением сделок РЕПО с акциями.

Перспективы же инвестирования пенсионных денег в реальный сектор на нынешнем этапе развития экономики представляются довольно рискованными. Тому есть несколько причин. Во-первых, отсутствие механизма инвестирования в реальный сектор с возможностью полного контроля инвестором происходящих процессов (другими словами, отсутствие необходимой инфраструктуры). Во-вторых, слабая законодательная защита инвестора (а в данном случае контролирующего акционера или партнера) в силу несовершенства действующего законодательства, приводящего к тому, что на любом этапе функционирования бизнеса есть возможность легального или полуполитического передела структуры собственности. Это несет в себе высокие риски частичной или полной утери контроля и создает серьезные препятствия на пути инвестирования пенсионных денег. И, наконец, в-третьих, структура современной российской экономики такова, что доля частного малого и среднего бизнеса (а именно здесь сосредоточены основные возможности для прямых и венчурных инвестиций) в целом невелика и не выдерживает конкуренции с государственными и иностранными компаниями.

Валерий Петров

генеральный директор УК «Ингосстрах-Инвестиции»

Признание НПФов квалифицированным инвестором теоретически включает их в число возможных инвесторов в ценные бумаги и иные финансовые инструменты, предназначенные специально для квалифицированных инвесторов. Однако возможности НПФов по

инвестированию ограничены Постановлением Правительства № 63 и Законом № 75-ФЗ. В связи с этим возможность использования НПФами тех дополнительных возможностей, которые предоставляются им как квалифицированным инвесторам, сильно ограничена.