

8.8. КОЛЛЕКТИВНЫЕ ИНВЕСТОРЫ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ СОВРЕМЕННОЙ РОССИИ

Хмыз О.В., к.э.н., доцент, Всероссийская государственная налоговая академия

Коллективные инвесторы способствуют аккумуляции и повышению эффективности инвестирования средств индивидуальных вкладчиков. Бурный рост операций с ценными бумагами в России, наряду с качественно новым этапом объективно действующего процесса интернационализации и глобализации финансовых рынков приводит к расширению инвестиционных возможностей.

Цель этой статьи – проанализировать основные условия и проблемы деятельности коллективных инвесторов на финансовом рынке переходной экономики России, определить причины и условия их появления, выявить общие тенденции функционирования и показать перспективы их дальнейшего развития.

Сначала изложены наиболее общие теоретические аспекты деятельности коллективных инвесторов в России (акционерных инвестиционных фондов, чечовых инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов и кредитных союзов). Затем проведен анализ особенностей функционирования паевых инвестиционных фондов, доминирующих в настоящее время в РФ в качестве коллективных инвесторов. Выявлена взаимозависимость между состоянием фондового рынка и деятельностью коллективных инвесторов, а также перспективы их функционирования.

Бурный рост операций с финансовыми инструментами в России наряду с качественно новым этапом объективно действующего процесса интернационализации и глобализации финансовых рынков приводит к расширению инвестиционных возможностей. Аккумуляции и повышению эффективности инвестирования средств индивидуальных вкладчиков способствуют коллективные инвесторы – доверительные управляющие средствами отдельных лиц. Понятием «коллективные инвестиции» очерчивается особая схема организации инвестиционного бизнеса – целенаправленное вложение средств мелким инвестором в определенное предприятие (фонд) с целью получения прибыли от их последующего инвестирования профессиональным управляющим. По состоянию на начало 2007 г. количество управляющих компаний превысило 300 (рост за 2006 г. составил 40%), а активы под их управлением – 1 трлн. руб.

Доверительное управление, появившееся на российском финансовом рынке сравнительно недавно, является альтернативой самостоятельному инвестированию, требующему соответствующих знаний, умений и времени для отслеживания движения валютных курсов, цен на золото или котировок ценных бумаг. На современном российском фондовом рынке коллективные инвестиции стремительно развиваются, становясь привлекательными для частного инвестора, прежде всего, из-за высокой доходности и минимизации затрат по профессиональному управлению вложенными средствами. К числу основных преимуществ коллективного инвестирования относятся также:

- реальность;
- перспективность (и для доверительных управляющих, и для самих инвесторов);
- возможность диверсификации (поскольку используются различные виды активов);
- высокая доходность;
- сравнительно невысокие издержки (организации и функционирования);
- отсутствие излишней зарегулированности.

Отметим, что гарантированность получения дохода от доверительного управления отсутствует, поскольку за-

висит от степени профессионализма доверительного управляющего и ситуации, сложившейся на рынке. Тем не менее, обычно доходность доверительного управления превышает доходность банковского вклада. Кроме того, риск получения заниженного дохода при доверительном управлении ниже, чем при самостоятельном инвестировании. Конечно, современные частные инвесторы становятся более искушенными, юридически грамотными при выборе способа управления своими средствами. Однако, во-первых, не все они могут эффективно размещать инвестиции. Во-вторых, лишь небольшое число физических лиц-резидентов могут выполнить главное требование индивидуального доверительного управления, когда программа инвестирования разрабатывается для единственного инвестора, – вложить не менее 100 тыс. долларов.

Сегодня множество компаний предлагают услуги индивидуального управления:

- инвестиционные компании;
- управляющие компании и банки, имеющие соответствующую лицензию.

Однако основными наиболее предпочитаемыми индивидуальными инвесторами объектами вложений являются паевые инвестиционные фонды (ПИФы) и негосударственные пенсионные фонды (НПФ).

ПАЕВЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ

Понятие ПИФа было введено в 1995 г. в Указе Президента «О дополнительных мерах по повышению эффективности инвестиционной политики Российской Федерации». К настоящему времени именно ПИФы стали в нашей стране ведущей формой коллективного инвестирования.

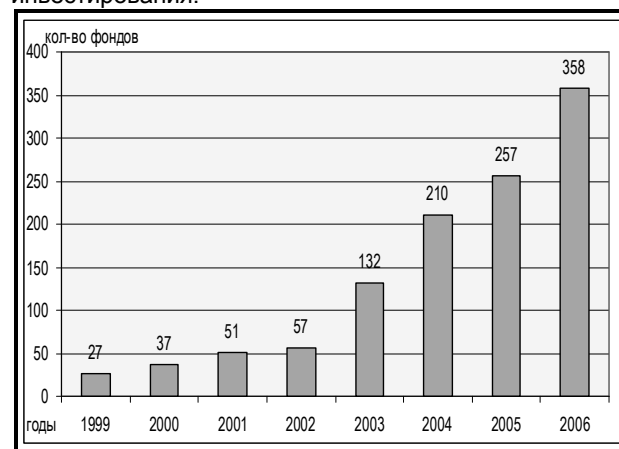


Рис. 1. Количество ПИФов в РФ¹

До 1996 г. (времени появления первых российских ПИФов на финансовом рынке) в стране уже функционировали многие разновидности финансовых институтов, широко известные за рубежом, – коммерческие банки, инвестиционные и страховые компании и др. Они были созданы в ответ на появление большого числа финансовых пирамид и неудовлетворенность населения деятельностью приватизационных чечовых инвестиционных фондов. Однако довольно быстро индивидуальные инвесторы в значительной степени разочаровались в большинстве из этих профессио-

¹ 2007 Investment Company Factbook. A Review of Trends and Activity in the Investment Company Industry // Investment Company Institute. 2007. P. 141.

нальных посредников. Скандалы в банковской сфере², в том числе связанные с отмыванием «грязных» денег, резкие изменения при проведении пенсионной реформы, привели к тому, что только около 20% всех средств индивидуальных инвесторов помещены в ценные бумаги, поскольку проблема сохранения и приумножения сбережений требует от инвестора способности правильно оценивать положительные и отрицательные стороны различных финансовых инструментов, а ведь банковские депозиты практически не защищают от инфляции.

Кроме чисто финансовой выгоды, ПИФы обладают целым рядом других преимуществ:

- снижением инвестиционного риска за счет диверсификации портфеля;
- сокращением затрат индивидуального инвестора (по сравнению, например, с прямой куплей-продажей ценных бумаг);
- достаточной надежностью³ (связанной в том числе с налаженным регулированием и наличием системы компенсации);
- большей информационной прозрачностью (по сравнению, например, с приобретением страхового полиса или участием в пенсионном фонде);
- сравнительно низкими издержками и др.

Законодательство предлагает инвесторам возможность вложения средств в три типа инвестиционных фондов – открытый, закрытый и интервальный. В рамках этой классификации фонды различаются и по инструментам инвестирования – фонды акций, облигаций, смешанные и пр. Управляющие компании стараются присутствовать на всех сегментах рынка, но отдают приоритет одному направлению. Сравнение данных нескольких фондов (как из специализированных изданий, так и финансовых страниц ежедневных газет) дает возможность инвестору выбрать наиболее подходящий для его целей фонд. Прежде чем остановиться окончательно на фонде или фондах, инвестор должен четко определить стоящую перед ним цель. Она может быть одной из следующих:

- максимальный рост вложенного капитала;
- рост капитала и доходов в долгосрочном периоде;
- получение текущих доходов;
- поддержание относительной стабильности осуществленных инвестиций;
- комбинация некоторых перечисленных выше целей.

Существенным элементом оценки результатов фонда является время – деятельность фонда за более длительный период. К сожалению, не все фонды отличаются долгосрочной деятельностью, на основании которой можно делать выводы. Существуют вновь созданные фонды, некоторые из них работают всего по несколько месяцев, но показывают обнадеживающие результаты. Полагаться на доброе прошлое или на обещающее будущее – зависит от темперамента и подхода инвестора, от его собственной стратегии.

Рынок стремительно развивается. Еще в 2004 г. в России насчитывалось около 170 ПИФов, охватываю-

щих около 20 000 пайщиков, но ПИФы – наиболее простой и доступный способ работы на фондовом рынке для индивидуального инвестора, не обладающего ни специальными знаниями, ни большими капиталами. Поэтому в 2005 г. число пайщиков выросло до более чем 100 000 чел., а к 2007 г. – 300 000 чел. и 339 управляющих компаний.

Однако прирост обеспечили крупнейшие компании. Вероятно, одной из причин столь стремительного роста стал рост фондового рынка, а если общий уровень доходности понизится, велика вероятность отзыва средств из ПИФов. При сохранении темпов прироста и достижения 700 000 пайщиков ПИФы можно будет отнести к социально значимым продуктам, поскольку в соответствии с международными стандартами для подтверждения социальной значимости проекта необходимо участие в нем не менее 1% экономической активной населения страны. По данным Фонда «Центр развития фондового рынка», при сохранении текущей динамики, к 2012 г. число ПИФов в России превысит число аналогичных фондов в любой другой стране. Однако показатель среднего размера фонда ставит РФ на второе место от конца в списке стран.

Росту популярности инвестиционных фондов у населения может способствовать и предложенный ФСФР проект положения о составе и структуре активов инвестиционных фондов, касающийся, прежде всего, фондов недвижимости, которым ранее запрещалось инвестировать в контракты соинвестирования в строительство.

Также были разработаны новые категории акционерных инвестиционных фондов:

- фонды прямых инвестиций, которым разрешается включать в портфель более 50% акций одного акционерного общества;
- золотые фонды;
- индексные фонды облигаций;
- рентные ПИФы, позволяющие получать предсказуемый доход.

Со своей стороны, управляющие компании активно привлекают инвесторов, предлагая все больше разнообразных продуктов и услуг. Т.е. фактически развивается направление индивидуального доверительного управления. Одно из нововведений – кредитование под залог приобретенных инвестиционных паев (средняя ставка 15%). Основная причина – опасения пайщиков в невозможности быстрого изъятия средств из ПИФов (особенно интервальных или закрытых). Тем не менее, фонды ограничивают или максимальную сумму, или срок кредитования. Другие фонды специализируются на сверхкоротких инвестициях (1-2 недели) с повышенной доходностью.

Также фонды предлагают услуги профессионального составления портфелей из паев фондов. Программы индивидуальны, некоторые фонды предлагают накопительные программы⁴. Постепенно увеличивается число фондов. Некоторые управляющие компании предлагают экзотические продукты, например, программу повышения стоимости предприятия. Ее основной постулат, что эффективный собственник – это профессия, поэтому

² Например, во время летнего банковского кризиса 2004 г. многие вкладчики поспешили изъять свои депозиты из банков. Фактически сегодня в России нет нормальных банков (кроме Сбербанка и Внешторгбанка); коммерческие банки не выполняют свою основную функцию — кредитование населения, а паразитируют на недвижимости.

³ В частности, даже в ходе кризиса 1998 г. управляющие компании ПИФов не прекращали свою деятельность из-за финансовой несостоятельности; пока что сами фонды не нарушали обязательств по выкупу паев у инвесторов.

⁴ Однако поскольку число состоятельных граждан растет, многие управляющие компании увеличивают требования к минимальному размеру капитала, необходимому для персонального подхода. Для обычной инвестиции в ПИФ достаточно 1 000 руб., а для разработки персональной программы – минимум 100 000 долл. По состоянию на 2007 г. минимальный порог рентабельности бизнеса управляющих компаний составлял 500 млн. руб. под управлением.

грамотно и правильно управлять компанией и выстраивать рабочие отношения под силу только профессионалу. Поэтому реальному акционеру предлагается передать свой пакет в доверительное управление (с сохранением всех прав) за вознаграждение управляющей компании в форме процента. В качестве доверительного управляющего можно выбрать даже искусственный интеллект – интеллектуальный программный комплекс, прогнозирующий цены, он же проводит мониторинг, а затем принимает решение и осуществляет операции на бирже. Можно скальпировать.

Все большее внимание уделяется удаленному доступу к операциям с паями, в т.ч. через Интернет («ПИ-Финг для ленивых», позволяющий управляющим компаниям расширить операции без существенных дополнительных затрат). Однако в данном случае существуют риски, поскольку не проработана нормативная база подобных операций и стандарты электронной цифровой подписи.

В целом, поскольку в нынешнем году повторение стремительного роста фондового рынка маловероятно, скорее всего, он будет сильно волатильным, пассивное управление не приведет к достижению рекордных показателей (а еще в 2005 г. простая покупка индекса принесла более 80% годовых). Поэтому степень активности будет зависеть не только от конъюнктуры рынка и от стратегии данного фонда. Вероятно, придется чаще прибегать к активному управлению и пересмотру портфелей с учетом текущей ситуации с целью достижения оптимального соотношения риска и доходности.

НЕГОСУДАРСТВЕННЫЕ ПЕНСИОННЫЕ ФОНДЫ

Еще одна возможность улучшения состояния коллективного инвестирования – инвестиции НПФ⁵ и страховых компаний. Но это возможно, если они минимизируют издержки на фоне повышенной доходности, что в значительной степени зависит от стабильности роста фондового рынка страны в целом. Отметим, что страховые компании и НПФ не взаимозаменяемые структуры, хотя и схожие. Страховые компании не могут подменить пенсионные фонды. Хотя спектр продуктов страховых компаний шире, чем у НПФ (они предоставляют страхование жизни), у них разные целевые группы, разная специфика обслуживания и ведения клиентов и др.

01.01.2001 г. вступили в действие федеральные законы, существенно изменившие пенсионную систему РФ:

- №173-ФЗ «О трудовых пенсиях в Российской Федерации» от 17.12.2001;
- №167-ФЗ «Об обязательном пенсионном страховании в Российской Федерации» от 15.12.2001;
- №166-ФЗ «О государственном пенсионном обеспечении в Российской Федерации» от 15.12.2001

В новой пенсионной системе важную роль стали играть добровольные пенсионные взносы работодателей в пользу своих работников и личные накопления граждан в НПФ.

Накопление институциональных сбережений, которому, в свою очередь, способствует реформирование финансирования выхода на пенсию, является основным фактором значительного роста финансовых рынков.

⁵ Если в ходе пенсионной реформы они действительно смогут привлечь значительные средства населения.

Связь между пенсиями, коллективными инвесторами и финансовыми рынками несомненна. Возрастная популяция (а именно – старение) населения влияет на широкий круг проблем, таких как макроэкономическое развитие, охрана здоровья и структура занятости. Особое влияние демографические тенденции (изменения возрастного состава населения) оказывают на существующую систему выхода на пенсию. С одной стороны, необходимо обеспечить пенсионерам достойную старость. С другой, значительные пенсионные средства могут даже «давить» на финансовую систему, а если рынок окажется неспособен освоить эти средства – привести к дефолту.

Ранее многие работодатели полагались на общественные системы выхода на пенсию, в которых доход уходящих на пенсию лиц финансируется с помощью взносов работающих в текущем периоде, а не из специальных фондов средств, отчисляемых в течение всего периода работы будущего получателя пенсий. Однако возрастающий уровень обязательств обеспечить относительно нормальный размер дохода⁶ требует увеличения взносов до беспрецедентных уровней. С целью предотвращения зарождающегося кризиса финансирования пенсионного бремени, сегодня все больше приветствуются фондируемые пенсии, когда предприятия и/или индивидуальные инвесторы размещают пулы активов на финансовом рынке с целью получения прибыли и максимизации размера активов в период работы.

Следовательно, с одной стороны, активы инвестируются для получения надежных потоков дохода при выходе на пенсию. С другой, эти средства поступают на фондовый рынок и способствуют его развитию. С третьей – существует проблема «освоения» фондовым рынком этих средств, ведь чрезмерные потоки денег могут привести к дестабилизации фондового и даже всего финансового рынка страны.

Тесные двусторонние связи между фондируемыми пенсиями и рынками капитала объясняются следующими факторами. Во-первых, фондируемые пенсии часто являются главным источником роста для коллективных инвесторов, которые в качестве игроков занимают всё более доминирующие позиции на рынках капитала. Во-вторых, проявляется тенденция недокапитализации сбережений, поскольку финансовый рынок все еще сравнительно неразвит. Поэтому необходимо разрабатывать и принимать мероприятия, поощряющие модернизацию финансового рынка.

С одной стороны, модернизация влечет за собой устранение ограничений, сдерживающих эффективное функционирование рынка. С другой, она требует внедрения широкого круга капитальных инструментов, позволяющих инвесторам воспользоваться преимуществами всех предоставляемых возможностей. Модернизация финансовых рынков повлечет за собой углубление их нормативной и регулирующей структуры, поэтому следует пересмотреть пруденциальные режимы управления пенсиями, чтобы они были способны

⁶ По мнению социологов, для сохранения привычного образа жизни пенсия должна составлять около 70% от дохода работающего. По данным Национальной ассоциации пенсионных фондов, в 2006 г. средняя пенсия составляла 2 200 руб. Примерно 1 000 руб. уходит на оплату жилья, еще 300 руб. — на иные обязательные платежи. Остается 900 руб., или 30 руб. в день. Поколение, не пережившее войну и сталинский режим, не сможет жить на такие деньги.

оценить их растущую роль и взаимодействовать с рыночными силами. Подробности пенсионной реформы все еще являются предметом обсуждения, но в целом, можно выделить следующие основные элементы стратегии Правительства:

- отход от старой системы, рассчитывавшей исключительно на расходный компонент покрытия выплат (т.е. когда взносы работающих поступают на выплату пенсий уже вышедшим на пенсию – так называемый договор поколений), обязательный компонент собственного индивидуального финансирования и добровольного участия;
- реформирование расходной системы путем значительного уменьшения категорий профессий, подлежащих досрочному выходу на пенсию;
- увеличение требований к возрасту и стажу;
- постепенное выравнивание минимального пенсионного возраста мужчин и женщин;
- увеличение стимулов выплат и сборов взносов социального обеспечения путем создания тесной связи размера пенсии с размером взносов в течение всего трудового периода жизни будущего пенсионера и уменьшения ставки взносов;
- введение второго компонента обязательного индивидуального финансирования пенсий и третьего компонента добровольных взносов, что уже в среднесрочном периоде должно было привести к полной капитализации средств для выплаты пенсий.

Считается, что процесс функционирования НПФ вполне адекватно регулируется. С целью недопущения злоупотреблений фондами при распоряжении добровольными пенсионными взносами предусмотрена сегрегация (т.е. отделение) активов фонда от активов компании, управляющей этим фондом. Также предусмотрены различные ограничения инвестиционной деятельности фондов, в том числе:

- пенсионные фонды имеют право инвестировать пенсионные средства исключительно в компании, акции которых официально котируются на фондовой бирже;
- не менее половины портфеля фонда должна быть вложена в государственные ценные бумаги, денежную наличность и депозиты до востребования национальных банков;
- до 10% портфеля можно инвестировать в высоколиквидные иностранные активы.

Кроме того, некоторым НПФ было разрешено учреждать специализированные отдельные фонды для участия в приватизации.

Указанные мероприятия в целом стимулировали развитие негосударственного пенсионного обеспечения. По данным ФСФР, в 2006 г. пенсионные резервы российских НПФ выросли на 46% (по сравнению с началом года) и достигли 405,229 млрд. руб. Общая сумма пенсионных накоплений, переданных НПФ в рамках системы обязательного пенсионного страхования, по итогам 2006 г. составила 9,965 млрд. руб. (рост к 2005 г. составил почти 5 раз). Собственное имущество НПФ составило 515 млрд. руб. (49% роста); имущество для обеспечения уставной деятельности – 91,387 млрд. руб. (рост почти в 2 раза), а совокупный вклад учредителей – до 21,054 млрд. руб. (рост почти в 2 раза).

Тем не менее, пока что приоритет будущих пенсионеров России отдан государственной компании (в 2006 г. на ее долю пришлось свыше 90% перечисленных управляющим компаниям средств). Более 60% отказавшихся в 2005 г. от управления накопительной частью пенсии Внешэкономбанком перевели ее в НПФ. Управляемые Внешэкономбанком средства, в принципе, уменьшаться не должны, поскольку он инвестирует в надежные инструменты – в государственные ценные бумаги. Однако доходность вложений едва ли превы-

сит уровень инфляции. Частные управляющие компании предлагают повышенную доходность (в связи с использованием большего числа и разнообразия инструментов), но и вероятность потерь больше (поскольку корпоративные инвестиционные инструменты менее надежны, чем государственные). НПФ привлекает вкладчиков информационной прозрачностью (сведения о состоянии лицевого счета застрахованное лицо получает по своему запросу, а от управляющих компаний – раз в год). Также можно выбрать схему выплаты пенсии – пожизненную или срочную (естественно, за дополнительное вознаграждение фонду). Однако ответственность за выплату пенсии несет сам НПФ, а не Пенсионный фонд РФ.

Основная причина сложившейся ситуации – недостаточность средств на счете: граждане начинают выбирать управляющую компанию при превышении накопленными средствами психологического барьера в 15-30 тыс. руб. (что у основной массы населения наступит примерно через 5 лет, но к тому времени, очевидно, пороговая сумма вырастет). В других государствах пенсионная реформа действительно заработала после проведения многочисленных разъяснений целесообразности инвестирования пенсионных средств, примерно через десять лет после инициации реформ. По расчетам, в России планировалось, что в 2005 г. НПФ будут распоряжаться 8,8 млрд. руб., а реальные цифры едва превысили 5 млрд. Следовательно, большая часть работников не осуществила пенсионный выбор. В соответствии с российским законодательством, средствами граждан, не определившихся в надлежащий срок с выбором управляющей компании, будет управлять государственная управляющая компания – Внешэкономбанк. Однако в настоящее время неактивность будущих пенсионеров рассматривается как проблема, которую необходимо решить. Поэтому Минфин провел конкурс среди частных управляющих компаний на распоряжение средствами лиц, не проявивших заинтересованности в выборе инвестиционного портфеля; заранее определил долю активов в портфеле.

В принципе, государственная компания, управляющая пенсионными средствами (Внешэкономбанк), проводит консервативную инвестиционную политику: основными объектами её вложений являются ценные бумаги высшего инвестиционного класса. Однако объем разрешенных для инвестиций ценных бумаг не превышает 2,5 трлн. руб., а ежегодный приток средств – свыше 100 млрд. и будет расти. Т.е. уже сегодня инструментов внутреннего долга может оказаться недостаточно для инвестирования всех пенсионных денег. Поэтому можно предположить расширение списка инвестиционных объектов, что может превратить государственную управляющую компанию в суперигрока рынка. Однако возникают два вопроса: выдержит ли рынок такой наплыв средств и сохранится ли на прежнем уровне гарантированность вложений?

Гипотетически доходность вложений государственной управляющей компании должна быть ниже, чем у частных управляющих компаний. Основной закон рынка гласит «чем больше риск, тем больше прибыль», «чем больше доход, тем больше риск», т.е. высокий доход является платой за риск. Негосударственные управляющие компании располагают большими возможностями увеличения доходности и диверсификации портфеля. В принципе, наибольшим потенциалом роста об-

ладают акции – они не ограничены фиксированным купоном и стабильным спреedom к бенчмаркам. Для современного НПФ и долгосрочным объектом инвестирования, и деноминированным в валюте инструментом является недвижимость. Активы фондов недвижимости оцениваются в рублях, но поскольку обычно именно доллар является основной расчетной единицей при операциях с недвижимостью, их можно считать валютными. При этом обязательства НПФ и доступные им активы деноминированы в рублях. Сейчас рубль укрепляется, но, вероятно, инвестиции пенсионных резервов в иностранные ценные бумаги (как это разрешено для пенсионных накоплений – через индексные инвестиционные фонды) будут способствовать развитию НПФ.

Следовательно, потенциально частные управляющие компании могут быть более эффективными. Однако сам по себе проект управления средствами станет рентабельным не в первый год. И пока что негосударственные управляющие компании, привлекавшие более 1% от общего объема средств, полученных всеми частными управляющими компаниями, практически не превысили показатели доходности инвестирования государственной управляющей компании – Внешэкономбанка (3,51%), а некоторые даже принесли своим будущим пенсионерам убыток. Основной причиной подобной ситуации эксперты называют неблагоприятную ситуацию, сложившуюся на рынке. Кроме того, если пенсионные резервы помещены, например, в депозит или иной инструмент, при несостоятельности должника НПФ вернуть средства фактически не может. Поэтому необходимо диверсифицировать активы. До 2002 г. НПФ (при получении разрешения) могли инвестировать до 100% депозитов в одно кредитное учреждение. После банкротства фондов из-за несостоятельности банков процент был снижен до 20%.

В 2005 г. граждане впервые смогли ознакомиться с деятельностью НПФ без дополнительных вложений и количество выбравших НПФ выросло. Велика вероятность, что при дальнейшем успешном сотрудничестве все больше граждан будут выбирать негосударственное пенсионное обеспечение. Основное отличие негосударственного пенсионного обеспечения от обязательного пенсионного страхования – организационное: в системе обязательного пенсионного страхования действуют социальные гарантии государства, а НПФ осуществляет самостоятельную организационно-накопительную деятельность.

Сегодня клиенты НПФ, в основном, пассивные – решение о вложении пенсионных средств в НПФ зачастую принимает работодатель, а работник получает или пенсию при выходе из нее, или выкупную сумму при увольнении. Следовательно:

- во-первых, его возможности по управлению пенсионными накоплениями ограничены;
- во-вторых, основная часть НПФ связана с промышленными группами и фактически является механизмом реализации корпоративных пенсионных программ, и в результате финансовых трудностей этих структур страдают и НПФ. 10 крупнейших фондов аккумулировали свыше 80% общего объема пенсионных резервов всех российских НПФ. Все они, по сути, или являются кэптивными, следовательно, рост активов НПФ происходит в основном за счет корпоративных договоров, хотя в 2006 г. доля кэптивных управляющих компаний уменьшилась; или аффилированы с мелкими и крупными ФПГ;
- в-третьих, формально НПФ не несет ответственности по долгам учредителей. И наоборот. Кроме того, при переводе

пенсионных денег из Пенсионного фонда РФ в НПФ происходит изменение формы собственности (государственное имущество становится частным). Поэтому сумма пенсионных накоплений, поступившая в НПФ, должна облагаться налогом на прибыль в размере 24%. Прибыль от размещения фондом этих средств на рынке (прирост пенсионных накоплений) тоже подлежит налогообложению. Но ведь пенсионные деньги – часть единого социального налога.

При индивидуальном обслуживании будущий пенсионер самостоятельно может определять периодичность и размеры отчислений, поскольку фонды зачастую ограничивают только минимальный взнос. Однако при этом не следует забывать о временной стоимости денег, ведь подсчеты размеров будущих пенсий очень приблизительны. По оценкам, для 50%-ной компенсации предпенсионных доходов необходимо регулярно отчислять 5-15% текущего заработка (в зависимости от пола и возраста). При этом гарантировать доходность НПФ не могут. Однако, в отличие от государственной программы, при средней продолжительности жизни мужчины в России 59 лет рассчитывающей размер страховой части трудовой пенсии на основе дожития до 79 лет, НПФ более реалистичны. В основу расчетов они закладывают более адекватные сроки дожития, а в качестве альтернативы предлагают срочную выплату, что удешевляет программу и позволяет наследовать средства даже в случае кончины клиента после начисления пенсии. Срочную пенсию можно пересчитать в пожизненную, но не наоборот.

В целом, очевидно, что пока система обязательного пенсионного страхования не обеспечивает достойный уровень жизни при выходе на пенсию, и решить эту проблему увеличением размера пенсионных отчислений или возраста выхода на пенсию не представляется возможным ввиду негативных социальных последствий. Может быть, целесообразно учесть опыт других стран по реформированию пенсионной системы, прежде всего, развитых, которые давно прошли этот этап пенсионной реформы и признали целесообразность инвестирования пенсионных средств в инструменты фондового рынка. Рост фондируемых пенсий, с одной стороны, является большим потенциальным стимулом модернизации рынков капитала. С другой стороны, фондируемые пенсии будут эффективными, только если рынок капитала достиг необходимого уровня развития, когда на нем активно работают институты и предлагаются подходящие инструменты для инвестиций, связанных с выходом на пенсию.

Достаточно развитый фондовый рынок может предлагать новую в современной России услугу – индивидуальное управление пенсионными средствами. Индивидуально разработанные программы предлагают большие инвестиционные возможности: структура портфеля практически не регламентируется, и в периоды падения рынка вероятность сохранения полученной прибыли возрастает. Конечно, управляющий должен быть способен достаточно быстро и гибко реагировать на коррекцию рынка. Кроме того, сумма, необходимая для инициации индивидуального управления, достаточно высока (а не 1 000 руб., как, например, при инвестировании в общие фонды банковского управления). Недостаточность средств у основной массы будущих пенсионеров препятствует разработке индивидуальных планов доверительного управления.

Еще одна из потенциальных проблем связанных с пенсиями инвестиций вытекает из отсутствия достаточ-

ного количества подходящих активов, которые позволяют институтам выравнивать размеры долгосрочных требований и обязательств. В частности, в соответствии с федеральным законом РФ о трудовых пенсиях, базовая часть пенсии постепенно должна быть доведена до уровня прожиточного минимума (в январе 2002 г. она была определена в размере 450 руб., а затем не повышалась, а только индексировалась на величину роста индекса цен и к 01.01.2005 выросла до 660 руб.; в марте 2005 г. в связи с трудностями процесса монетизации льгот она была повышена на 240 руб.) По расчетам Пенсионного фонда России, в настоящее время довести базовую пенсию до прожиточного минимума невозможно в силу причин экономико-бюджетного характера⁷, поэтому повышение должно быть постепенным – приблизить социальную (базовую) пенсию к прожиточному минимуму запланировано к 2008 г. (постепенно закладывая средства на эти цели в федеральный бюджет и бюджет Пенсионного фонда РФ). Кроме того, не следует забывать, что в России пенсионная культура не развита в принципе. По мнению экспертов, рынок управления пенсионными активами уже поделен.

В ноябре 2007 г. Госдума одобрила в первом чтении законопроект, позволяющий будущим пенсионерам увеличивать накопительную часть пенсии. Государство, со своей стороны, на каждую дополнительную тысячу рублей взносов добавит еще столько же (но не более 10 000 руб. в год) из Фонда национального благосостояния. Существует еще одно ограничение: для получения дополнительных средств осуществляемые взносы в Пенсионный фонд не должны быть менее 2 000 руб. в год. Подобная программа рассчитана на пять лет. Ее цель – государственное стимулирование добровольных пенсионных накоплений. Но смогут ли эти средства превзойти инфляцию?

На наш взгляд, для обеспечения полезности долгосрочных активов в плане выравнивания пенсионных обязательств необходимо наличие значительного предложения долгосрочных ценных бумаг, как правило, высококачественных и высоколиквидных – таких как государственные бумаги развитых рынков. Тогда и паевые, и пенсионные фонды будут способствовать развитию фондового рынка и наоборот.

ОБЩИЕ ФОНДЫ БАНКОВСКОГО УПРАВЛЕНИЯ

Общие фонды банковского управления (ОФБУ) – расширенная форма доверительного управления имуществом учредителя управления, выражающаяся в объединении имущества нескольких учредителей с целью более эффективного управления им доверительным управляющим – кредитной организацией, зарегистрировавшей ОФБУ.

Принятие в 1996 г. второй части Гражданского кодекса закрепило понятие «доверительное управление», а также договор доверительного управления имуществом. Правовые основы доверительного управления в кредитных организациях были заложены в Законе №395-1 «О банках и банковской деятельности», в нормативных актах Банка России, а также Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг (сегодня – ФСФР). Особое значение имели Инструкция Банка России №63 «О порядке осуществления операций доверительного управления и

бухгалтерском учете этих операций кредитными организациями РФ» от 02.07.1997 и ФКЦБ №37 «О доверительном управлении ценными бумагами и средствами инвестирования в ценные бумаги». С того времени институты коллективного инвестирования в России стремительно развиваются.

Основное отличие ОФБУ от ПИФов – практически неограниченный выбор объектов инвестирования ОФБУ. По сути, ОФБУ – тип банковского продукта. Они предлагаются клиентам наряду с депозитами, сертификатами и прочими услугами как разновидность доверительного управления средствами клиентов для достижения лучших результатов, особенно для клиентов с незначительными средствами и нерегулярными денежными поступлениями. Однако сразу необходимо отметить завышенный операционный риск в ОФБУ. Например, серьезное негативное воздействие на развитие ОФБУ оказал кризис 1998 г., когда паевые инвестиционные фонды практически не пострадали. Также альтернативой ОФБУ стали НПФ. Однако в профессиональных пенсионных системах ОФБУ, несомненно, займут свою нишу, поскольку могут использоваться и при ипотечном кредитовании.

Кроме того, наличие собственных информационных и операционных структур способствует снижению издержек учредителей управления, а обособленность имущества ОФБУ повышает надежность фонда и защищает права инвесторов, поскольку снимает с учредителей управления ОФБУ кредитный риск обслуживаемого банка. Очевидно, эти преимущества и помогли ОФБУ избежать конфликтных ситуаций в течение финансового кризиса 1998 г. В современной истории развития ОФБУ не было отмечено ни одного случая мошенничества со стороны доверительных управляющих ОФБУ или нареканий со стороны Налоговой службы и Министерства финансов.

Основной целью приобретения инвестиционных долей в ОФБУ является преумножение свободных от текущего потребления средств вкладчиков и получение дохода более высокого, чем ставки по банковским депозитам.

Основным принципом организации инфраструктуры ОФБУ минимизация издержек учредителей управления – клиентов банка, пайщиков ОФБУ. На специальных внебалансовых счетах, не относящихся к имуществу кредитной организации, банк – доверительный управляющий ведет учет имущества фонда. Операции со средствами осуществляются по решению самого банка. Он же выполняет аналитический учет долевых взносов в ОФБУ и несет ответственность за возможные убытки клиента.

Доверительный управляющий раскрывает информацию об ОФБУ в соответствии со «Стандартом раскрытия информации о деятельности доверительных управляющих ОФБУ», разработанным Ассоциацией защиты информационных прав инвесторов совместно с профессиональными участниками рынка ОФБУ: о стоимости чистых активов и стоимости номинальных паев (долей в фонде); ежедневные балансы ОФБУ.

Кроме того, в соответствии с Инструкцией Банка России №63 «О порядке осуществления операций доверительного управления и бухгалтерском учете этих операций кредитными организациями РФ», банки – доверительные управляющие предоставляют отчеты об управлении учредителям управления (не реже одного раза в год), а также сдают годовые отчеты о деятельно-

⁷ В частности, из-за снижения ЕСН на 2%.

сти доверительного управляющего ОФБУ в Банк России, а согласно Указанию Банка России №1270-У «О публикуемой отчетности кредитных организаций и банковских / консолидированных групп» от 14.04.2003, банк-управляющий раскрывает информацию по счетам доверительного управления в публикуемой ежеквартальной и годовой отчетности. Необходимо отметить, что в настоящее время с долями ОФБУ невозможны операции купли-продажи, обмена, дарения. Однако учредители управления ОФБУ могут заключить договор доверительного управления в пользу третьего лица.

Уже к 2005 г. сложились три основных направления деятельности ОФБУ:

- товарные фонды;
- фонды, работающие с производными инструментами;
- зарубежные ОФБУ.

К 2007 г. ОФБУ вышли на качественно новый уровень управления активами, предложив вкладчикам уникальные возможности для инвестирования на российском и зарубежных рынках ценных бумаг и товарных рынках. Однако географическая структура ОФБУ продолжает оставаться высоко концентрированной.

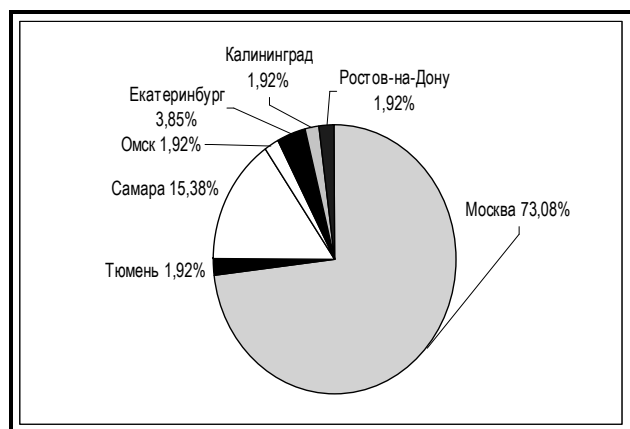


Рис. 2. Региональное распределение ОФБУ

КРЕДИТНЫЕ СОЮЗЫ

Кредитные союзы являются неотъемлемой и необходимой частью рынка ссудо-сберегательных услуг России. Идея взаимного кредитования пайщиков не нова. Например, в СССР существовали кассы взаимопомощи. Современные кредитные союзы не только кредитуют своих пайщиков, но и создают определенную альтернативу банковской системе, ориентированную на небогатых граждан. В России около 130 кредитных потребительских кооперативов, около 40 000 пайщиков и примерно 30 млрд. руб. активов. Оборот некоторых союзов достигает 35 млн. рублей в год. Для некоммерческого партнерства это значительная сумма.

Кредитный союз – добровольное объединение лиц для создания коллективного денежного фонда и использования аккумулированных средств на страхование и/или кредитование производственных или потребительских нужд своих членов. Число членов ограничено, обычно не превышает⁸ 2 000. Вступительный взнос колеблется от 50 до 200 рублей, а взносы доб-

ровольные и тоже небольшие. Также пайщиков привлекает довольно простая процедура получения кредита: необходимость собирать множество справок отсутствует. Кредиты на малую сумму выдаются без поручительства и нередко в течение одного дня. Пайщик кредитного союза может получить первую ссуду уже спустя месяц после вступления в него. У кредитных союзов, в отличие от банков, нет ограничения по возрасту – ссуду может получить даже пенсионер.

Кредитные союзы – некоммерческие самоуправляемые организации со статусом юридического лица⁹. По своей сути они являются объединением лиц, а не капиталов (как и другие виды кооперации). Главная цель работы кредитного союза – предоставление частным лицам услуг по кредитованию и сбережению средств. Построенное на принципах доступности и добровольности членство персональное, передать его нельзя.

Основные принципы образования кредитных союзов – территориальный, профессиональный и пр. – т.е. союзы образуются близко живущими людьми, одной профессии или любой другой общности граждан.

Необходимость образования кредитных союзов в значительной степени вызвана их преимуществом облегченного кредитования граждан. Кредитные союзы предоставляют населению достаточно надежные условия формирования семейных накоплений, минимизируют риск потери вклада и открывают широкий доступ к потребительскому кредиту. В отличие от банков, кредитные союзы призваны обслуживать людей со средними и низкими доходами. За пределами крупных городов банки закрывают свои филиалы из-за их убыточности. На их место должны прийти кредитные союзы. При отсутствии кредитных союзов эту нишу занимают ломбарды и ростовщики, предлагая клиентам завышенный процент (до 400%) годовых.

Сегодня кредитные союзы – практически единственное кредитное учреждение, предлагающее индивидуальным инвесторам ссуду на приемлемых условиях. Из-за небольших размеров и досконального знания особенностей членом этот финансовый институт может с большой степенью точности оценить кредитоспособность своего члена при минимальных издержках. При этом основой принятия решения являются не только документы, подтверждающие материальное или юридическое обеспечение кредита, но и личные качества потенциального заёмщика. Всё это упрощает процедуру получения ссуды. Высокий уровень взаимного доверия и демократические корпоративные процедуры повышают привлекательность кредитных союзов среди финансовых институтов.

Основными рисками, с которыми сталкиваются в своей работе кредитные союзы, являются:

- риски активных операций:
 - риск невозврата ссуды по причинам недобросовестности, разорения или смерти заёмщика;
 - риск неликвидности активов;
 - риск обесценивания (потери капитальной стоимости) активов;
 - риски пассивных операций: риск досрочного изъятия вкладов;
 - риск массового изъятия депозитов;
 - риск привлечения «грязных» денег;
 - риск завышения процентной ставки по депозитам;
- смешанные риски:

⁸ Цель подобного ограничения – с одной стороны, повышение личной ответственности членов перед кредитным союзом, а с другой – ответственности администрации перед членами.

⁹ Статус юридического лица приобретается в день государственной регистрации кредитного союза.

- риск временной несбалансированности структуры активов и пассивов;
- юридический риск неправильного составления договора и пр.

В различной степени эти риски присущи всем кредитно-финансовым учреждениям. Для обеспечения надежности функционирования кредитные союзы выявляют, оценивают и управляют рисками. Для кредитных союзов допустимы риски, без которых осуществление основной деятельности просто невозможно. Поэтому особенно важно контролировать их размер.

Основными факторами улучшения деятельности кредитных союзов являются:

- разработанность специализированного законодательства;
- предоставление льгот;
- устойчивость и повышение надежности финансового рынка в целом.

Лига кредитных союзов была образована еще в 1994 г. Толчок развитию кредитных союзов дало принятие Закона №117-ФЗ «О кредитных потребительских кооперативах граждан» от 07.08.2001, а в регионах стали создаваться Ассоциации кредитных союзов, затем новые общероссийские объединения.

ВЫВОДЫ

Таким образом, в настоящее время у отечественного индивидуального инвестора не так уж много возможностей для вложения накопленных средств (в т.ч. на фондовом рынке). В современной российской экономике, когда валютные курсы ведущих валют колеблются, а проценты по депозитам в банках снижаются (следуя за снижением ставки рефинансирования Центрального банка), коллективные инвестиции являются одним из перспективных инвестиционных инструментов для физических лиц – индивидуальных инвесторов. Также целесообразно инвестировать на финансовом рынке пенсионные средства (в ходе реализации реформы) и накопления страховых компаний. Страховщики могут придать несколько пробуксовывающей пенсионной реформе позитивный импульс.

Литература:

1. Абрамов А.Е. Инвестиционные фонды: доходность и риски, стратегии управления портфелем, объекты инвестирования в России М.: Альпина Бизнес Букс, 2005.
2. Батанов Г. Если довести базовую пенсию до прожиточного минимума – никакого Стабфонда не хватит // Известия. 28.07.2007. С. 8
3. Капитан М., Барановский Д. Паевые фонды. Современный подход к управлению деньгами // Питер, 2005.
4. Трошкин Д.Б. Оценка эффективности управления ОПИФ категории фондов акций // Рынок ценных бумаг. №15. 2007.
5. Трускова О. 2005: удвоение управляющих компаний // Финанс. №8. 2006. С. 46.
6. Федоров А. Пенсия для человека с улицы // Финанс. №10. 2006. С. 57.
7. Ageing Population Study / Reforms for an Ageing Society // OECD, 2006. P. 25-27.
8. Institutional Investors in the New Financial Landscape // OECD, 2006. P. 123-130.
9. 2007 Investment Company Factbook. A Review of Trends and Activity in the Investment Company Industry // Investment Company Institute. 2007. P. 141.
10. Сайт Национальной лиги управляющих www.nlu.ru.
11. Сайт Центра коллективных инвестиций www.cic.ru.

Хмыз Ольга Васильевна

РЕЦЕНЗИЯ

Статья написана на очень актуальную тему. Несмотря на относительно успешное реформирование финансового сектора российской экономики и достижения реального сектора, значительно пострадавшего от кризиса 1998 г., продолжает оставаться нерешенной проблема эффек-

тивного привлечения денежных ресурсов и долгосрочного увеличения капитала. С одной стороны, и российские, и иностранные инвесторы (особенно граждане) не торопятся вкладывать свои свободные средства. С другой, в то же время отмечается ограниченность набора инструментов фондового рынка, что приводит к накоплению рублевой наличности, образующей инфляционный навес. Падение курса доллара и завышенность курса евро снижают эффективность уже традиционных для россиян инвестиций в эти валюты. Более того, низкие процентные ставки по депозитам практически не покрывают темпы инфляции. А ведь эти средства могли бы более эффективно работать на финансовом рынке при использовании возможностей, предлагаемых коллективными инвесторами. В настоящее время российские коллективные инвестиции растут, но сравнительно низкими темпами.

В статье даны характеристика деятельности российских коллективных инвесторов, структура институтов коллективного инвестирования, нормативное регулирование, объекты вложения средств. Наряду с паевыми инвестиционными фондами, наиболее ярко выраженными в качестве коллективных инвесторов в России, О.В. Хмыз анализирует специфику деятельности и других институтов, работающих со средствами индивидуальных инвесторов как единым денежным пулом, размещаемым преимущественно на фондовом рынке, – негосударственных пенсионных фондов, общих фондов банковского управления, кредитных союзов. Согласимся с автором, что более эффективное использование средств коллективными инвесторами будет способствовать укреплению материальной базы населения и повысит качество российского финансового рынка.

В целом, исследование проведено на высоком уровне.

Статья рекомендуется к публикации.

Новрузов Р.Б. д.э.н., профессор, Всероссийская государственная налоговая академия

РЕЦЕНЗИЯ

Актуальность выбранной темы для статьи трудно переоценить. В процессе развития российского финансового рынка появилось множество новых услуг, продуктов и институтов. Сегодня основными из них, наряду с коммерческими банками, являются коллективные инвесторы. Они одновременно предоставляют довольно выгодные возможности вложения свободных денежных средств для населения и выполняют функции финансового посредника, эмитируя собственные ценные бумаги, а набранный капитал размещают.

В статье кратко рассмотрены особенности функционирования паевых инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов, общих фондов банковского управления, кредитных союзов; сделана попытка определить причины и условия их появления, выявить общие тенденции их функционирования и показать вероятную перспективу их дальнейшего развития.

Российская специфика коллективного инвестирования в общих чертах напоминает зарубежную практику функционирования коллективных инвесторов, но имеет и собственные черты. Институт коллективного инвестирования зародился в России совсем недавно, но стремительно набирает темпы роста. По мнению автора, коллективные инвесторы должны занять значимое место на российском финансовом рынке.

В целом, исследование проведено на высоком уровне.

Статья рекомендуется к публикации.

Шмелев В.В. д.э.н., профессор, Московский государственный институт международных отношений

8.8. COLLECTIVE INVESTMENT SCHEMES ON THE CONTEMPORARY RUSSIAN FINANCIAL MARKET

O.V. Hmyz, Candidate of Science (Economic), the Senior Lecturer, the All-Russia State Tax Academy

Collective Investment Schemes as a type of financial institution is extremely important for the emerging Russian financial market as it focuses on the function of transferring funds from savers (especially small savers) to professional investors – mutual funds, private pension funds, a.o. It offers to the wider general public and those investors who do not have investments in any enterprise, expert investment advise at relatively low cost and participation in investment opportunities. This can be achieved by investors regularly investing relatively small amounts and also

securing a diversification of risks exposures because their funds are invested in a wide variety of industries. Investment in CIS offers, even to the smallest investor, sound long-term capital appreciation and income growth and an indirect interest in the ownership of a country's wealth.