

# УПРАВЛЕНИЕ, ВЫЧИСЛИТЕЛЬНАЯ ТЕХНИКА И ИНФОРМАТИКА

## 8. ПРОБЛЕМЫ ИНВЕСТИРОВАНИЯ

### 8.1. ОЦЕНКА УСЛОВИЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ НЕГОСУДАРСТВЕННЫХ ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

Жарков А.А., аспирант кафедры «Финансы и кредит»

*Всероссийская государственная налоговая академия Минфина РФ*

Размещение пенсионных резервов на фондовом рынке выступает средством их защиты от инфляции. Поэтому принципиальное значение приобретают результаты инвестирования и достижение необходимого уровня доходности. Успех инвестирования зависит от совокупности финансовых инструментов, которые предоставляет негосударственным пенсионным фондам рынок ценных бумаг, а также от условий деятельности негосударственных пенсионных фондов на данном рынке.

Негосударственные пенсионные фонды (НПФ) по своей финансовой мощи в странах с развитой рыночной экономикой можно на полном основании сравнить с банковской сферой. На долю НПФ в США приходится пятая часть всех финансовых активов страны, им принадлежит около четверти всех акций и около половины всех корпоративных облигаций американской экономики. Одновременно с решением важнейших социальных задач НПФ являются одним из наиболее динамично развивающихся финансовых институтов. Направляя сбережения на рынок капиталов, накопительные пенсионные планы способствуют как долгосрочным инвестициям, так и развитию самих этих рынков.

В соответствии с основной целью деятельности НПФ – выполнению взятых на себя обязательств по выплате пенсий согласно заключенным договорам с вкладчиками по негосударственному пенсионному обеспечению и с застрахованными лицами по обязательному пенсионному страхованию – перед ним стоит задача инвестирования пенсионных резервов и пенсионных накоплений и получение дохода в размере, достаточном для установленных или планируемых выплат.

Размещение пенсионных резервов на фондовом рынке выступает средством их защиты от инфляции. Следовательно, принципиальное значение приобретают результаты инвестирования и достижение необходимого уровня доходности с учетом уровня инфляции. Именно на это направлена инвестиционная политика каждого конкретного фонда.

За период с 2000 по 2008 г. на рынке ценных бумаг НПФ занимают крайне неустойчивые позиции, что объясняется многими причинами как объективного, так и субъективного характера. Российская Федерация отстает от развитых стран по количеству пенсионных фондов в 60-70 раз. Такое заявление в рамках конференции «Российский рынок коллективных инвестиций» было сделано заместителем руководителя Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР) С. Харла-

мовым [2]. Примерно настолько же РФ отстает и по количеству других инвестиционных фондов.

Результативность накопительной системы в большой степени зависит от экономических факторов, ее доходность колеблется в зависимости от рыночной конъюнктуры. Нельзя не принимать во внимание угрозу резкого снижения доходов от инвестирования пенсионных накоплений. В этой ситуации защитой может быть диверсификация портфеля, а также большое значение имеет управленческое мастерство (высший профессионализм) управляющих. В 2006 г. консервативная стратегия, которой придерживается в своей инвестиционной политике Внешэкономбанк (ВЭБ), впервые за несколько лет оправдала себя, но, по мнению специалистов, не следует судить о пенсионных итогах по коротким интервалам. Так, в 2007 г. ВЭБ заработал для будущих пенсионеров всего 5,98% при инфляции 11,9%, за три года (с 1 июня 2004 г. по 30 июня 2007 г.) он заработал клиентам 24,8% годовых, а рост цен за аналогичный период составил около 34%. Средняя же доходность НПФ в 2006 г. составила 20,9% годовых. Как видим, несмотря на скромные результаты частных управляющих компаний за 2007 г., в долгосрочной перспективе они смотрятся лучше ВЭБ.

Основной целью инвестирования средств пенсионных накоплений, переданных в доверительное управление ВЭБ, является обеспечение их сохранности. Низкая доходность вполне объяснима, ведь в распоряжении ВЭБ находится очень ограниченный набор финансовых инструментов. В настоящее время он может вкладывать средства будущих пенсионеров только в те ценные бумаги, которые эмитированы государством либо обеспечены его гарантией. В большинстве своем это высоконадежные государственные ценные бумаги, максимально надежные инвестиционные инструменты с консервативной стратегией инвестирования:

- государственные ценные бумаги, обязательства по которым выражены в рублях и иностранной валюте;
- ипотечные ценные бумаги, гарантированные РФ;
- средства в рублях и иностранной валюте на счетах в кредитных организациях.

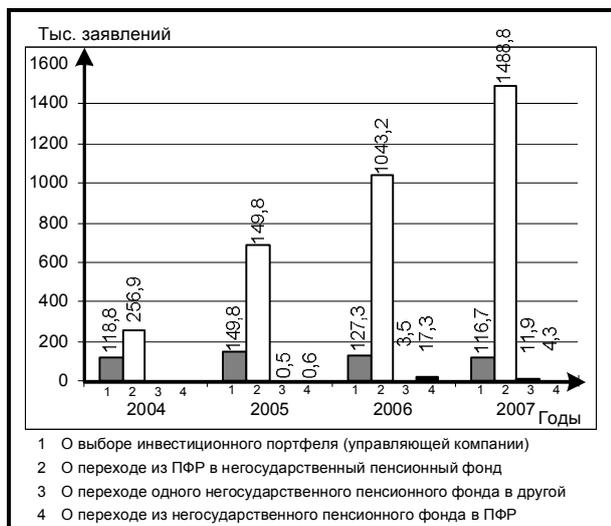
Также установлено, что максимальная доля в инвестиционном портфеле следующих классов активов составляет<sup>1</sup>:

- государственные ценные бумаги РФ, обязательства по которым выражены в рублях, – не более 80%;
- государственные ценные бумаги, обязательства по которым выражены в иностранной валюте (облигации государственного валютного займа, облигации внутреннего государственного валютного займа, облигации внешних облигационных займов РФ), – не более 80%;
- ипотечные ценные бумаги, гарантированные РФ, – не более 40%;
- средства в рублях и иностранной валюте (долларах США и/или евро) на счетах в кредитных организациях – не более 20%.

<sup>1</sup> Состав и структура инвестиционного портфеля Внешэкономбанка как государственной управляющей компании определены постановлением Правительства РФ от 1 сентября 2003 г. №540.

Вместе с тем, распределение финансовых ресурсов накопительной пенсии через государственные ценные бумаги означает рост государственных обязательств. В краткосрочной перспективе данный способ позволяет стабилизировать федеральный бюджет. В долгосрочной же, наоборот, возврат взятых государством долгов отрицательно скажется на состоянии бюджета. И вместо того чтобы стимулировать экономический рост через реальное инвестирование, производимая повышенная эмиссия государственных облигаций может вызвать инфляционные процессы. В этой связи целесообразно рассмотреть данную проблему и принять соответствующее решение о более эффективных способах использования «длинных» пенсионных денег в экономике через фондовый рынок в целях увеличения доходности от инвестирования средств пенсионных накоплений.

Согласно данным Пенсионного фонда РФ (ПФР) относительно доли граждан, подавших заявления о переводе пенсионных накоплений, 91,8% выбрали НПФ. Частные управляющие компании выбрали 7,2% заявителей. Менее 0,3% решили вернуть свои пенсионные накопления в государственную управляющую компанию (УК), и 0,7% заявлений относится к переходу из одного НПФ в другой<sup>2</sup>. Сводные данные по принятым заявлениям застрахованных лиц по итогам компании по реализации прав, связанных с формированием накопительной части трудовой пенсии, за четыре года представлен на рис. 1. Несмотря на растущее по сравнению с прошлыми годами число граждан, участвующих в «пенсионных выборах», пенсионные накопления в частный сектор перевели около 4,7 млн. человек, или примерно 11% от числа граждан, участвующих в пенсионной реформе, остальные составляют свои накопления в государственной УК.



**Рис. 1. Динамика подачи заявлений от граждан о переводе пенсионных накоплений**

На страницах открытой печати и в Интернете постоянно высказываются различные мнения о способах привлечения большего числа граждан в частные УК и НПФ. В частности, ВЭБ ратует за расширение финансовых инструментов для инвестирования пенсионных денег. По мнению председателя правления ВЭБ В. Дмитриева средства, находящиеся под управлением Государственной управляющей компании (ГУК), а это

более 360 млрд. руб<sup>3</sup>, необходимо вовлечь в российскую экономику. «Нужно вместе с Центральным банком РФ и Правительством разработать такую систему, чтобы вовлечь этот огромный ресурс в российскую экономику», – заявил он [2]. Во-первых, разрешить ВЭБ инвестировать пенсионные накопления в ипотечные ценные бумаги, не обеспеченные государственными гарантиями. Во-вторых, разрешить ГУК вкладывать свободные ресурсы – как валютные, так и рублевые – на депозиты в коммерческие банки. В-третьих, разрешить ГУК вкладывать средства в высоколиквидные акции российских компаний, эмитированные под реализацию конкретных инфраструктурных проектов, гарантированных государством.

Одним из важных факторов активизации инвестиционной деятельности НПФ является развитие фондового рынка. Кроме того, население РФ нуждается в реальных доказательствах наличия в России четкого курса на социализацию экономических и финансовых процессов общенационального значения. Россиянам необходимы наглядные примеры того, что российский фондовый рынок способен многократно приумножать будущие пенсионные выплаты. Вместе с тем, должны быть созданы условия для роста уровня занятости и доходов населения. Только финансово обеспеченные и уверенные в своем будущем граждане могут способствовать омоложению нации. Для этого необходимы кардинальные изменения пенсионной политики, к которым российское правительство не готово. Чиновникам проще обвинить в бюджетном дефиците ПФР работодателей, не платящих «белые» зарплаты и не уплачивающих в полном размере единый социальный налог (ЕСН). В результате темпы старения россиян ускоряются, и многие из них уже сегодня не доживают до своей старости.

Главными требованиями, предъявляемыми к НПФ по соблюдению интересов их вкладчиков и участников, являются сохранность, возвратность инвестированных пенсионных ресурсов и их преумножение в размерах, по крайней мере, не ниже уровня инфляции в стране.

Успех инвестиционной деятельности зависит от обоснованности инвестиционной политики и сформированного в соответствии с ней инвестиционного портфеля – совокупности финансовых инструментов, приобретенных с целью получения дохода, а также в расчете на возможный рост их стоимости к конкретному сроку или на длительную перспективу. Под инвестиционной политикой фонда понимается обоснование основных направлений использования инвестиционных ресурсов с учетом выбора конкретных финансовых инструментов и сроков инвестирования, обеспечивающих достижение плановых целей при соблюдении установленных государством инвестиционных ограничений.

Фактически развитие рынка пенсионных услуг органически переплетается с функционированием важнейших сегментов национального финансового рынка, что обусловливает наличие неизбежного риска, возникающего в процессе инвестирования пенсионных накоплений в различные финансовые инструменты. Следовательно, инвестиционная политика НПФ направлена на оптимизацию инвестиционного портфеля при соблюдении требований надежности и платежеспособности фонда. Это достигается путем:

<sup>2</sup> Источник: по данным сайта ПФР [www.pfr.ru](http://www.pfr.ru).

<sup>3</sup> Итог на 4 квартал 2007 года, данные по сайту Внешэкономбанка <http://www.veb.ru/ru/agent/pension/>.

- диверсификации, доходности, ликвидности и возвратности вложений;
- достаточности средств фонда для покрытия принятых обязательств;
- ограничения риска вложений.

Инвестиционная политика НПФ реализуется в настоящее время на прочной законодательной базе, налагающей определенные ограничения на процесс управления и инвестирования, а также структуру инвестиционных портфелей, сформированных из пенсионных накоплений, страховых и пенсионных резервов. В пакет основных документов, регламентирующих процесс инвестирования пенсионных накоплений (ПН) и устанавливающие ограничения на формирование инвестиционного портфеля входят: Закон от 24 июля 2002 г. №111-ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в РФ» и постановление Правительства РФ «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений в отдельные классы активов и определении максимальной доли отдельных классов активов в инвестиционном портфеле» в соответствии со ст. 26 и 28 Федерального закона «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в РФ» и ст. 36.15 Закона от 7 мая 1998 г. №75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах» (в ред. от 7 декабря 2007 г.). Регулятор в лице ФСФР создает нормативную базу, максимально ограничивающую риски, связанные с инвестиционной деятельностью, и описывающую основные цели инвестирования пенсионных средств, поэтому накопительная часть является наиболее консервативной с точки зрения инвестирования.

В части инвестирования средств пенсионных накоплений в системе негосударственного пенсионного страхования существуют серьезные проблемы, связанные с отсутствием необходимого количества инвестиционных инструментов, отвечающих требованиям законодательства, с одной стороны, и требованием доходности этих инструментов – с другой. Размещение пенсионных резервов негосударственными пенсионными фондами осуществляется на принципах:

- надежности;
- сохранности;
- ликвидности;
- диверсификации;
- доходности.

В настоящее время в портфели пенсионных накоплений могут быть включены только ценные бумаги, входящие в котировальный список А1 хотя бы одной из бирж (ст. 25.1 п. 5 Закона №75-ФЗ). Эта норма строго очерчивает круг адресатов пенсионных накоплений – это эмитенты, у которых условия выпуска ценных бумаг отлича-

ются наибольшей прозрачностью. Однако такая установка не способствует достижению поставленной цели, поскольку критерий прозрачности – понятие условное, но подкрепленное формализованными расчетами четких методик. Весь парадокс в том, что управляющие НПФ 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.

Таким образом, действующие законодательные ограничения инвестиционной политики фондов способствуют 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. Тем более что акции с фундаментальными показателями и устойчивой дивидендной доходностью, относящиеся ко второму и третьему эшелонам, недоступны для инвестирования. Именно наличие такой проблемы во многом объясняет низкую доходность управления пенсионными резервами.

Нельзя обойти вниманием тот факт, что при любом вложении, как и при инвестировании НПФ пенсионных резервов и пенсионных накоплений встает необходимость определения оптимальной точки соотношения доходности и надежности. При этом в большой степени требование к адекватному уровню доходности продиктовано высоким уровнем инфляции (несмотря на все действия Правительства РФ, по-прежнему остается двухзначная цифра этого показателя). К требованию надежности инвестирования средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии приковано пристальное внимание государства как гаранта социальной стабильности. Для этого на законодательном уровне Постановлениями исполнительных органов власти устанавливаются разрешенные активы (объекты инвестирования) и требования к структуре инвестиционного портфеля, т.е. вводятся ограничения по доле определенного класса активов в инвестиционном портфеле, о чем говорилось выше. Постановление, на основе которого работают НПФ в настоящее время – постановление Правительства РФ от 1 февраля 2007 г. №63 «Об утверждении Правил размещения средств пенсионных резервов НПФ и контроля за их размещением». Тем не менее, сформированные на основе этих правил инвестиционные портфели совсем не обязательно будут отвечать требованиям надежности и сохранности.

Таблица 1

**СТРУКТУРА АГРЕГИРОВАННОГО ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОРТФЕЛЯ НПФ**

Дата	Инвестировано средств	В Фед. ценные бумаги, %	В ЦБ субъект. РФ, %	В банковские вклады, %	В акции и облигации, %	В векселя, %	В недвижимость, %	В другие направления	
								Всего	В т.ч. в паи ПИФов
1.01.2001	15 256 828	16,04	5,21	13,11	34,60	26,08	0,83	4,13	-
1.01.2002	33 652 186	9,35	1,52	11,44	55,50	16,23	0,83	5,13	-
1.01.2003	50 522 518	6,95	2,90	14,18	57,27	15,25	0,73	2,72	-
1.01.2004	87 879 965	3,12	5,34	19,31	53,15	13,34	0,54	5,20	0,23
1.01.2005	168 261 079	1,67	6,58	12,95	64,60	9,50	0,28	4,42	0
1.01.2006	28 1248 038	3,40	6,77	16,57	61,78	8,49	0,41	2,52	1
1.01.2007	408 038 269	1,78	6,26	9,31	70,52	8,36	0,30	3,47	1,67
1.10.2007	440 235 535	1,56	4,63	6,39	60,35	6,51	0,28	20,28	17,47

Анализ структуры инвестиционного портфеля выявляет следующие основные тенденции:

- уменьшение инвестиций в федеральные государственные облигации, при этом инвестиции в бумаги субъектов Федерации остаются невысокими, но их доля относительно постоянна;
- большинство активов НПФ в нашей стране традиционно размещаются в акции и облигации корпораций (такая тенденция характерна для многих стран с развитой системой НПФ, так в США доля данных активов в портфеле составляет около 60%, в Великобритании и Германии – около 80%);
- традиционно низкая доля вложений в недвижимость отечественных фондов, например, по сравнению с США, где их доля составляет около 20%, а в Германии и Великобритании порядка 10-12%; среди тенденций последнего года также нельзя не отметить резкий скачок инвестиций в паи ПИФов.

Таким образом, ограниченный перечень финансовых инструментов, в которые можно инвестировать пенсионные накопления, является одной из причин медленного развития рынка негосударственного пенсионного обеспечения.

В условиях нарастающего финансового кризиса происходят процессы резкого падения котировок всех ценных бумаг, что мы и наблюдаем в настоящее время. Доходность портфелей НПФ и ПФР резко упала. Правительство РФ и Министерство финансов РФ предпринимают определенные шаги для уменьшения негативного влияния, вызванного кризисом. В частности, по публикациям в периодических изданиях известно, что Правительство РФ предполагает направить средства ПФР для покупки акций и облигаций ведущих российских компаний с целью:

- поддержать российский фондовый рынок в период кризиса;
- повысить будущую доходность портфеля ПФР, так как в настоящее время, по заверениям экспертов фондового рынка, он достиг своего «дна».

Насколько оправдаются эти прогнозы и сумеет ли ПФР заработать на колебаниях рынка, вкладывая средства в корпоративные ценные бумаги, покажет время. По нашему мнению, это шаги в правильном направлении.

## Литература

1. Грозовский Б., Петрачкова А., Стеркин Ф. Рецепт Вьюгина // Ведомости. – 2007. – 22 марта.
2. Interfax-АФИ. – 2007. – 12 апреля.
3. Родин Г. Между Сциллой и Харибдой // Рынок ценных бумаг. – 2008. – №5.
4. Сулимов С. ПИФы для НПФ // Рынок ценных бумаг. – 2008. – №5.
5. Сусанов Д. Особенности управления пенсионными накоплениями, пенсионными и страховыми резервами // Рынок ценных бумаг. – 2008. – №11.
6. Минкин П. О путях повышения эффективности инвестирования средств пенсионных фондов // Рынок ценных бумаг. – 2008. – №5.

*Жарков Александр Анатольевич*

## РЕЦЕНЗИЯ

Рецензируемая статья освещает очень важные вопросы деятельности на фондовом рынке негосударственных пенсионных фондов (НПФ). Особую актуальность этой статьи обуславливает развитие мирового финансового кризиса, охватившего США, европейские и азиатские страны, а также Российскую Федерацию.

Исключительно своевременно автор ставит вопрос о том, что необходимо менять подходы к законодательно определенным правилам формирования портфелей ценных бумаг не только НПФ, но и Пенсионного фонда России, потому что ограниченный перечень финансовых инструментов, в которые можно инвестировать пенсионные накопления, является одной из причин медленного развития рынка пенсионного обеспечения.

Анализ агрегированного портфеля негосударственных пенсионных фондов, выполненный автором также представляет научный интерес, поскольку позволяет сравнить возможности российских негосударственных пенсионных фондов и НПФ экономически развитых стран, таких как США, Германия, Япония и др.

Однако автор не только описывает круг проблем, стоящих перед НПФ при выходе их на российский рынок ценных бумаг, но и анализирует шаги Правительства РФ, которые оно предпринимает для изменения негативных тенденций, таких как падения котировок ценных бумаг, резкий рост инфляции и др., связанных с развитием мирового финансового кризиса.

В этой связи необходимо отметить научный интерес и практическую значимость рецензируемой работы.

Статья рекомендуется для опубликования в открытой печати.  
Куликова Е.И., к.э.н., доцент кафедры «Финансы и кредит» Всероссийской государственной налоговой академии Минфина РФ

## 8. PROBLEMS OF INVESTMENT

### 8.1. ESTIMATE OF ACTIVITY CONDITIONS OF N-GPF ON EQUITY MARKET

A.A. Zharkov, Post-graduate Student of «Financial and Credit» Department of Tax Academy

Pension reserves investment on equity market is the tool of its protection from inflation. Investment results and necessary yield level achievement get the great importance in this situation. The investment success depends on whole financial instruments which are granted to pension funds from equity market, also it depends on n-GPF activity conditions on the market.

#### Literature

1. B. Grozovskij, A. Petrachkova, F. Sterkin – Viewgin's Receipt // Vedomosti. – 22.03.2007.
2. Interfax – AFI, the 12 of April 2007.
3. «Equity market» – Journal №5, 2008 G. Rodin «Between Scylla and Xharibda».
4. «Equity market» – Journal №5, 2008 S. Sulimov «Unit funds for n-GPF».
5. «Equity market» – Journal №11 2008 D. Susanov «Peculiar properties of pension savings and pension and insurance reserves management».
6. «Equity market» – Journal №5, 2008 P. Minkina «About the ways to increase effectiveness of pension funds investment».