

Куликова Е. И.

*кандидат экономических наук,
доцент кафедры «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»,
Финансовый университет при Правительстве РФ
e-mail: kulikovae@yandex.ru*

Рубцов Б. Б.

*доктор экономических наук, профессор,
заведующий кафедрой «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»,
Финансовый университет при Правительстве РФ
e-mail: brubtsov@fa.ru*

Тенденции развития российского рынка доверительного управления ¹

Авторы анализируют проблемы развития российского рынка доверительного управления на примере рынка пенсионных накоплений и определяют направления его совершенствования.

Ключевые слова: *доверительное управление, долгосрочные инвестиции, пенсионная система, накопительное страхование, негосударственные пенсионные фонды.*

Kulikova E. I.

*PhD (Economics), associate professor of «Financial markets
and financial engineering» of the Financial University
under the Government of the Russian Federation*

Rubtsov B. B.

*Doctor of Science (Economics), professor,
head of the Department «Financial markets
and financial engineering» of the Financial University
under the Government of the Russian Federation,*

Trends in the development of the Russian asset management industry

The authors analyze the problems of development of Russian asset management industry, namely the market of pension savings and determine the directions of its improvement.

¹ Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по Государственному заданию Финуниверситета 2014 года.

Keywords: *asset management, long-term investments, pensions, endowment insurance, private pension funds.*

Доверительное управление активами превратилось в важнейшую отрасль финансового посредничества. За период с 1990 г. по 2013 г. величина активов под управлением различных категорий управляющих по отношению к ВВП выросла в мире в два раза, составив почти 150% [1].

В развитых странах (да и в некоторых развивающихся) накопления, аккумулированные финансовыми институтами, связанными с доверительным управлением, являются основным внешним источником инвестиций в основной капитал.

Для большинства стран с формирующимися рынками характерна недостаточность капитала. Полагаем, сырьевая ориентация российской экономики обусловлена, в том числе, и недостатком «длинных денег» в финансовой системе. Отсутствие у инвесторов интереса к не сырьевым отраслям не случайно: крупные инновационные проекты технологически сложны, имеют длительный инвестиционный цикл и множество рисков, следовательно, длинные деньги необходимы для структурной модернизации экономики и финансирования инноваций. Во многих развитых странах не банки, а пенсионные, инвестиционные фонды и страховые компании являются источниками «длинных денег», что актуализирует проблему развития институциональных инвесторов.

Логика экономического развития заставит Россию сократить отставание в данной области. Тем более что развитие институтов коллективного инвестирования позволит решить ряд задач:

1) генерировать долгосрочные инвестиции в противовес преимущественно краткосрочным источникам финансирования российской экономики;

2) обеспечить конкуренцию институциональных инвесторов с банковской системой, что позволит усилить эффективность финансовой системы и будет стимулировать развитие сложных инвестиционных проектов;

3) стимулировать привлечение на фондовый рынок не только сбережений частного инвестора, но и сформировать у граждан навыки работы с финансовыми инструментами для обеспечения дифференциации источников их доходов;

4) содействовать в решении значимых социальных проблем населения и др.

Особое место в данной работе уделено пенсионным накоплениям российской пенсионной системы, поскольку даже в России, где объем рынка коллективных инвестиций (РКИ) незначителен — 5–6%

ВВП, основной объем — 78% — составляют активы негосударственных пенсионных фондов.

В основу пенсионных систем большинства стран положен принцип солидарности поколений, поскольку государственные социальные программы начали складываться на предыдущих исторических этапах, когда фактор старения населения не играл такой существенной роли как сегодня. В связи с этим государственная власть могла позволить финансирование социальных программ своих граждан из бюджета. Однако, в связи с ростом государственных расходов на модернизацию производств, на финансирование различных масштабных проектов и т.п., стала очевидной тенденция сокращения затрат на социальные программы в разных странах, связанная с необходимостью повышения инвестиционных возможностей государства. Кроме того, распространение идеи приватизации системы социального страхования, предложенной М. Фридманом [3, с.213] также явилось одним из факторов создания накопительных пенсионных систем. Данные системы, помимо того, что уменьшают государственные обязательства по социальному обеспечению граждан, утративших трудоспособность, являются также значимым инвестиционным ресурсом развития экономики.

Полагаем, что для идентификации типа пенсионной системы той или иной страны, определяющим должен явиться критерий «степень фондирования пенсионной системы», т.е. наличия в ней активов, а не обязательств. В этой связи, интерес представляет анализ функционирования наиболее успешных пенсионных систем не по их типу: «распределительная — накопительная» система, а с позиций наличия или отсутствия возможности использования пенсионных средств в качестве инвестиционного ресурса. Таким образом, мы предлагаем определять тип пенсионной системы как «инвестиционный», либо «затратный».

Отметим, что пенсионные системы большинства стран можно отнести к инвестиционному типу, поскольку обязательные государственные программы, основанные на принципе солидарности поколений, используют временно свободные, либо специально предназначенные для этого средства (например, премиальная пенсия в Швеции) для инвестирования на финансовом рынке. Следует отметить, что в этот перечень входят такие страны как Дания, Швейцария, США, которые согласно рейтингу надежности пенсионных систем Mercer Global Pension Index (2013) занимают 1, 4, 11 места [5, с.7]. Кроме того, пенсионные системы стран, отнесенных нами к инвестиционному типу, включают в себя полностью фондируемые обязательные и добровольные пенсионные программы, развитие которых сти-

мулируется государственной властью различными методами. Среди них: обязательное участие работников в дополнительных пенсионных схемах в силу коллективных соглашений в рамках института социального партнерства (квазиобязательные корпоративные пенсионные планы), существующие в Дании, Франции, Швеции, США (планирует ввести ЮАР); налоговые льготы для работников и работодателей; софинансирование пенсий; диверсификация пенсионных продуктов и стратегий инвестирования пенсионных средств. Организация пенсионной системы по инвестиционному типу приводит к росту пенсионных средств, поступающих в экономику. Для сравнения, доля активов пенсионных фондов в ВВП у стран, отнесенных нами к затратному типу, составляет: у Японии 25,1%, Франции 7,9%, Польши 15,2%, Бразилии 12,4%, Аргентины 9,0%. В то же время тот же показатель у стран с инвестиционным типом пенсионной системы (доля активов в ВВП) составляет: у Сингапура 66,6%, Швейцарии 63,6%, Дании 187,3%, Финляндии 84,3% США 117,2% [1, с. 326–350].

В соответствии с предложенным нами признаком типизации, Россия относится к странам с пенсионной системой затратного типа, поскольку пенсионные схемы первого уровня (или страховая пенсия) существуют в виде обязательных условно-накопительных пенсионных схем, основанных на балльной системе, а, следовательно, не содержат активов. Тем не менее, на данном уровне предусмотрены отчисления на накопительную часть трудовой пенсии, управляемые государственным финансовым институтом (Внешэкономбанком — ВЭБ), где на дату 1.09.2014 г. аккумулировано 1925,6 млрд руб. (для сравнения на эту же дату в НПФ аккумулировано пенсионных накоплений в сумме 1118,3 млрд руб.) [7].

Во всем мире пенсионные средства используются как источник «длинных» денег. Однако при обсуждении проблем инвестирования средств российских негосударственных пенсионных фондов нередко бытует мнение о том, что де-факто «длинные» деньги являются де-юре «короткими» вследствие дополнительных ограничений на состав и структуру инвестиционного портфеля и обязательного разнесения неотрицательного финансового результата по счетам клиентов по итогам каждого календарного года. Это объясняется тем, что в мировой практике обязательства пенсионного фонда перед клиентом отнесены на момент выхода гражданина на пенсию. Пока иностранный гражданин занимается накопительством — а этот период занимает примерно 30 лет, — его деньги можно использовать в проектах с длительным сроком реализации.

Анализ российского законодательства, регулирующего деятельность негосударственных пенсионных фондов, показывает, что основной целью регулирования является краткосрочная безубыточность активов (до конца 2014 г.), что загоняет российские НПФ в ловушку излишней консервативности и сказывается на инвестиционных результатах. Поэтому дальнейшее развитие всей системы доверительно-го управления будет происходить, по нашему мнению, по аналогии с развитием западных рынков — в направлении укрепления нормативно-правовой базы рынка коллективных инвестиций с целью создания устойчивой базы притока «длинных» денег в российскую экономику. В этой связи для определения тенденций развития рассмотрим основные недостатки, характерные для отечественного рынка.

Российская система регулирования деятельности финансовых институтов в области пенсионного обеспечения граждан обладает рядом недостатков, приводящих к весьма ощутимым негативным последствиям для развития российской экономики. Среди подобных недостатков отметим:

1. Отсутствие концепции развития пенсионной системы.

В терминах разработки государственной политики в области финансов и социального развития основой целеполагания должна служить Концепция развития финансового рынка России, либо Концепция социального развития, задающая критерии достижения этих целей. Однако, поскольку данные базовые документы не разработаны, в отношении реформирования пенсионной системы приходится довольствоваться «Стратегией развития пенсионной системы Российской Федерации до 2030 года», отдельные положения которой либо не проработаны, либо содержат спорные формулировки, а кроме того, противоречиво отражают государственные приоритеты в вопросах соотношения распределительной и накопительной систем.

Отсутствие понятных обществу целевых ориентиров развития рыночных отношений приводит к торможению процессов развития внутреннего рынка капитала, поскольку отсутствует ясное понимание того, как формируется и реализуется политика развития в области коллективных инвестиций. Структура руководства российскими финансовыми институтами противоречива. Формально за развитие данной отрасли отвечает Минфин России, за сферу пенсионных накоплений — Банк России, однако, реформированием пенсионной системы занимается также и Министерство труда и социального развития, не отвечая за последствия для российской экономики в случае принятия предлагаемых им решений. Проблема заключается в том, что у каждого ведомства раз-

личные цели и задачи, требующие различных механизмов их реализации, что не позволяет выработать общую стратегию развития.

Полагаем, что негосударственные пенсионные фонды и инвестиционные фонды следует рассматривать как элементы общей финансовой системы, генерирующие «длинные» деньги в российскую экономику. Как показывает мировая практика, без развития паевых инвестиционных фондов вряд ли удастся создать эффективно функционирующую добровольную систему пенсионного обеспечения, которая в настоящее время является основным мировым трендом в области социального обеспечения граждан.

2. Нечеткость норм законодательства относительно прав собственности на пенсионные накопления.

Двойственность прав собственности на пенсионные накопления и пенсионные резервы вытекает из российского законодательства. Так, статья 5 ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации» прямо определяет пенсионные накопления как собственность Российской Федерации. Статья 3 и статья 16 Федерального закона «О негосударственных пенсионных фондах» определяет пенсионные резервы и пенсионные накопления как собственность НПФ.

Таким образом, очевидно, что происходят определенные трансформации прав собственности в процессе формирования пенсионных накоплений гражданина. Страховые взносы на обязательное пенсионное страхование на стадии формирования пенсионных прав застрахованного лица могут поступать как от государственных, так и от частных предприятий. Поскольку это возмездные индивидуальные платежи, то они несут в себе соответствующие родовые признаки собственности (государственные или частные). Полагаем, что правильнее было бы рассматривать их как обязательную часть невыплаченной заработной платы, отложенной на будущий период для возмещения (компенсации) доходов работника при наступлении пенсионного возраста. При подобной трактовке эту часть заработной платы следует считать, по нашему мнению, частной, то есть принадлежащей работнику, но с отложенным правом владения, пользования и распоряжения, т.е. с отложенным правом собственности. Однако, согласно российскому законодательству, владение собственными пенсионными накоплениями ограничено. На практике накопленные средства станут собственностью гражданина только тогда, когда они поступят ему в качестве пенсионных выплат. Тем не менее, до того момента гражданин имеет право распоряжаться этими средствами. По крайней мере, он вправе определить, кто должен управлять его средствами — государственная ли управляющая компания, частный ли пенсионный фонд и какой именно.

Опасность наличия подобных законодательных норм заключается в том, что реальный распорядитель собственности (органы государственной власти или НПФ) в силу существующего законодательства может поступать со своей собственностью так, как ему удобно, несмотря на различные инвестиционные ограничения (например, требования к инвестиционному портфелю). Понятно, что законодательные метаморфозы двойственности прав собственности на пенсионные накопления могут привести к непредсказуемым последствиям и неясным судебным перспективам. В качестве примера можно рассмотреть ситуацию с изъятием пенсионных накоплений в солидарную систему за период 2013 (вторая половина) — 2014 гг., когда российское правительство создало проблемы не только и не столько негосударственным пенсионным фондам, а экономике в целом, поскольку пенсионные накопления в НПФ — это деньги, которые вкладываются в гособлигации и бумаги российских компаний. Полагаем, для исключения повторения подобной ситуации, необходимо закрепить право собственности граждан на их пенсионные средства законодательно. Как это сделано в Казахстане, в Нидерландах, Германии, Швейцарии, Японии.

Более того, механизм формирования пенсионных накоплений содержит дополнительные малоэффективные, с точки зрения экономики, трансферты из одного финансового института в другой. Так, например, работодатель отчисляет в пенсионную систему 22% от зарплаты работника. Из них 16% идет в распределительную систему и 6% — в накопительную. Накопления попадают на индивидуальный счет гражданина не сразу. Сначала они идут в доходную часть федерального бюджета, потом через расходную часть переходят в Пенсионный фонд РФ, который уже распределяет эти деньги по индивидуальным счетам. Но пока деньги не дошли до индивидуального счета гражданина, распоряжаться он ими не может. Поэтому главным условием устранения этой двойственности мы считаем создание четкого законодательного определения норм прав собственности и самих собственников, а также определение момента их возникновения и прекращения, что позволит создать дополнительные защитные барьеры на пути некорректного использования пенсионных поступлений.

Считаем, что определение реального собственника создаст необходимые условия, когда любые механизмы формирования и инвестирования пенсий будут осуществляться через доверительное управление. Только в этом случае налоговое законодательство будет совершенно одинаково для всех участников и субъектов этого управления — и для ПФР, и для УК, и для НПФ, и для страховых компаний.

Отсутствие у российских граждан прав собственности и, как следствие, невозможность формирования частного пенсионного капитала, приводит не только к пассивности общества в вопросе реформирования пенсионной системы, но и отсутствию потребностей в применении различных стратегий инвестирования и использования пенсионных накоплений, в том числе, для решения текущих вопросов граждан (временного использования пенсионного капитала на обучение, либо для решения жилищных вопросов с последующим возвратом суммы пенсионного капитала), по примеру развитых стран.

Полагаем, что неконкурентоспособная пенсионная система с избыточным участием государства в ее администрировании и неурегулированными правами собственности заставляет средний класс формировать программы сбережений на случай потери трудоспособности за пределами Российской Федерации, что ведет, в конечном счете, к вывозу капитала из России.

3. Несовершенство механизмов государственного регулирования.

Как отмечалось выше, жесткие ограничения, предъявляемые к структуре инвестиционного портфеля, приводят к ситуации снижения доходности пенсионных накоплений. Исходя из предпосылки о том, что ограничения призваны снизить риски инвесторов на фондовом рынке, при дальнейшем реформировании законодательства, полагаем, следует учитывать мировой опыт инвестирования пенсионных денег.

Представляется, что государственное управление на рынке ценных бумаг должно способствовать диверсификации возможностей для инвестирования и, обеспечивая защиту интересов инвесторов, быть достаточно гибким для того, чтобы перечень финансовых инструментов для инвестирования расширился. В этом отношении интересен опыт стран Латинской Америки, являющихся пионерами в создании накопительных пенсионных систем в группе развивающихся стран.

В начальном периоде формирования накопления инвестировались в традиционные инструменты — акции, облигации, депозиты. Но со временем они перестали в полной мере соответствовать горизонтам планирования пенсионных фондов, их финансовым возможностям. Учитывая эти изменения, еще 15 лет назад страны Латинской Америки начали активно привлекать пенсионные накопления для финансирования инфраструктурных объектов. За это время были созданы эффективные инструменты и механизмы, включающие в себя и работоспособные гарантии возвратности, и доходность инвестиций.

Общими чертами действующих в регионе концессионных механизмов является аукционный принцип распределения контрактов и государственные гарантии экономической эффективности проектов, в том числе за счет опции пролонгации концессий. Доверие к государственно-частному партнерству обеспечили широкое привлечение крупных международных инфраструктурных компаний, первоначальный приоритет реконструкции и расширения существующих объектов над строительством новых, а также высокое качество государственных институтов, подтвержденное международными рейтингами. Польза от участия пенсионных фондов стала очевидна правительству. Фонды получали возможность долгосрочного планирования с приемлемым соотношением доходности и риска, повышая свою социальную роль путем решения общественно значимых задач, правительство — дополнительные источники экономического роста, не наращивая при этом дефицит бюджета.

Для решения подобных задач были сконструированы новые долговые и долевыми инструменты с разной степенью риска и на основе местного и международного законодательства, но с абсолютно прозрачными механизмами государственной поддержки. Особенности инфраструктурных инструментов, используемых в практике Латиноамериканских стран, представлены в таблице 1.

Таким образом, как показывает таблица 1, в странах Латинской Америки, имеющих весьма эффективную систему пенсионного обеспечения, пенсионные средства инвестируются в инфраструктурные бумаги, эмитированные компаниями, имеющими концессионные соглашения с органами государственной власти. Подобные облигационные займы не только застрахованы крупными международными страховыми компаниями, но и обеспечены государственными гарантиями по минимальной доходности с целью снижения рисков инвестирования пенсионных средств.

В России количество компаний, выпускающих инфраструктурные облигации всего 5, среди них: ОАО «Главная дорога», ЗАО «Волга-Спорт», ОАО «Управление отходами», ОАО «Управление отходами — НН», ОАО «Западный скоростной диаметр» [8].

Кроме инфраструктурных ценных бумаг, российский фондовый рынок предлагает и другие инструменты инвестирования, например, инструменты товарного рынка и фьючерсы на товарные активы, структурные продукты и т.п. Полагаем, что либерализация требований к инвестиционным портфелям будет развиваться в направлении расширения инструментов инвестирования.

Таблица 1

Характеристика инфраструктурных инструментов для инвестирования пенсионных средств в странах Латинской Америки [2]

Страна	Особенности инфраструктурных инструментов	Снижение рисков инвестирования	Примечания
Чили	2 типа облигаций: - предоперационные; - операционные 1) 100% покрытие номинала и процентов полисом крупного, чаще всего международного страховщика; 2) дополнительные требования по раскрытию информации	1) возможность залога прав на концессию или доход концессионера; 2) государственные гарантии минимального дохода концессионера; 3) индексация тарифов по инфляции; 4) налоговые льготы, стимулирующие резервирование средств под погашение долгов	1) Большинство эмиссий имеют рейтинг AAA; 2) В кризис 2008 г. Правительственные гарантии поддерживали высокие рейтинги инфраструктурных облигаций
Колумбия	Введение правительственным органом (INVIAS) гарантий: 1) по минимальному доходу концессионера; 2) от обстоятельств непреодолимой силы (в том числе в случае приостановки проектов по решению правительства)	1) гарантия индексации по инфляции стоимости услуг оператора проекта; 2) возможность продлонгации концессионного соглашения; 3) право получения прямых выплат из бюджета в чрезвычайных случаях	
Перу	1) Обеспеченные долговые обязательства: - CRPAO – свидетельство о признании прав ежегодной оплаты работ; - RPICAO – вознаграждение по инвестициям на основании сертификата об окончании работ; 2) Паи взаимных фондов: - паи специального инфраструктурного фонда; - паи инфраструктурного траста под патронажем ассоциации пенсионных фондов	1) CRPAO – безусловное и безотзывное обязательство правительства выплачивать аннуитет независимо от хода реализации проекта, т.е. покрывает как строительные, так и операционные риски. Срок обращения 15–20 лет; 2) RPICAO – право на получение определенной суммы в даты, связанные с завершением очередных этапов развития проекта, их погашение обеспечивается выплатами из специального фонда, инвестирующего сразу несколько проектов. Номинированы в национальной валюте и индексируются по инфляции	Выпускаются согласно законам штата Нью-Йорк Выпускаются в соответствии с местным законодательством

Помимо финансовых рисков, прямо связанных с инвестиционным процессом, возможность пенсионной индустрии отвечать по своим обязательствам перед клиентами зависит от других видов рисков: актуарных, правовых, а также некоторых операционных и стратегических рисков конкретных участников российской пенсионной системы.

Полагаем, что одной системы гарантий в виде создания некоего отраслевого гарантийного фонда для покрытия рисков по пенсионным накоплениям НПФов, ПФР и УК недостаточно. Создание общего гарантийного фонда имеет ряд недостатков, связанных с тем, что сумма отчислений каждого субъекта пенсионного рынка рассчитывается от совокупной стоимости чистых активов пенсионных накоплений. Это приведет к тому, что наиболее мощные, зрелые и надежные пенсионные фонды, имеющие собственные квалифицированные службы риск-менеджмента, проводящие сбалансированную инвестиционную политику и управляющие активами с учетом контроля за рисками, будут нести на себе все бремя ответственности за НПФы и управляющие компании, проводящими агрессивную, не всегда обоснованную инвестиционную стратегию, без учета возможных рисков. При этом безответственные НПФ и УК станут главными получателями средств от стабилизационного фонда для выполнения своих обязательств перед клиентами.

Одним из основных рисков функционирования НПФ является риск инвестирования через управляющие компании, а также риски, связанные с деятельностью третьих лиц — брокеров управляющих компаний, банков, где находятся расчетные счета и счета управляющих компаний для совершения операций с государственными ценными бумагами, а также риски спецдепозитария. Для минимизации этих рисков необходимо введение системы риск-ориентированного подхода к управлению активами пенсионных фондов.

Поскольку пенсионный фонд должен контролировать два основных вида рисков: риск убытков по инвестиционному портфелю и актуарные риски, то для нивелирования этих рисков должен быть создан специальный механизм, элементами которого являются:

- наличие инвестиционной стратегии, стратегии управления рисками (включает описание принципов измерения, мониторинга и управления рисками);
- наличие независимого подразделения риск-менеджмента;
- регулярный расчет и контроль основных рисков (рыночного, кредитного, операционного, ликвидности, актуарного);
- моделирование структуры портфеля с учетом ограничений по уровню риска на классы активов и в целом на портфель;
- контроль общего уровня портфельного риска.

Считаем, что дальнейшее совершенствование нормативного регулирования пенсионного рынка связано с необходимостью организации системы риск-менеджмента в негосударственных пенсионных

фондах, поскольку выполнение обязательств пенсионных фондов перед своими клиентами имеет огромное социальное значение. Поэтому вопросы, связанные с гарантиями и контролем над деятельностью субъектов и участников пенсионной индустрии приобретают особую важность.

Развитие добровольных пенсионных программ является перспективным направлением развития пенсионных систем. В российской пенсионной системе такие программы существуют в виде добровольных корпоративных пенсионных схем, когда крупная корпорация, обычно учредившая НПФ (зачастую «кэптивный»), заключает пенсионные договора со своими работниками с целью стимулирования их трудовой деятельности. Пенсионные накопления, аккумулированные на добровольной основе в НПФ, называются пенсионными резервами и регулируются отдельным законом. Объем пенсионных резервов в НПФ на 1.09.2014 г. равнялся 878,3 млрд руб., причем их годовой прирост составляет обычно не более 7–9% (по расчетам автора на основе данных информационного портала [7]) в отличие от роста пенсионных накоплений в НПФ, которые только за 2013 г. увеличились на 62,6% [7].

Практически все страны предлагают гражданам добровольные корпоративные либо индивидуальные пенсионные программы, которые отличаются большим разнообразием предлагаемых продуктов, стратегий инвестирования, условиями использования накопленных средств для удовлетворения различных потребностей гражданина (покупка жилья, получение образования, управление своими активами и т.п.). Все без исключения страны стимулируют развитие данного вида пенсионного обеспечения путем введения разнообразных видов льгот для граждан и работодателей: налоговых, варьирования тарифа пенсионного взноса и т.д. Однако данные пенсионные планы не популярны в мире за исключением англосаксонских стран, где они получили распространение в основном за счет наличия развитого фондового рынка, искушенности населения, а также обязанности участия в них самих граждан (квазиобязательные пенсионные программы).

Следует отметить, что в России для инвестирования пенсионных резервов, аккумулированных в корпоративных добровольных схемах, мы имеем несколько более либеральное по сравнению с инвестированием пенсионных накоплений законодательство и незначительные налоговые льготы, чего явно недостаточно для стимулирования притока граждан в добровольные пенсионные программы. Полагаем, что задача развития корпоративного направления пенсионной системы,

основанного на добровольном участии граждан, не может быть решена без учета следующих факторов:

1. Достаточность денежных средств у граждан для инвестирования в добровольные пенсионные программы. Отметим, что большинство стран стимулирует подобные процессы различными способами. Например, в Германии с заработка, превышающего предельный размер заработной платы, с которого взносы уплачиваются в обязательном порядке, работник может уплачивать взносы в добровольные пенсионные планы с определенными налоговыми льготами, причем частные накопительные пенсии защищены законом и не могут быть изъяты кредиторами или государством [1]. Для сравнения: по российскому законодательству с подобного заработка работник обязан уплачивать 10% в солидарную систему.

2. Наличие развитого конкурентного финансового рынка, обеспечивающего определенное (высокое) качество и доступность финансовых услуг. Это необходимо для понимания гражданином особенностей его (рынка) функционирования, что помогает ему, в свою очередь, ориентироваться в предлагаемых продуктах, имея возможность консультироваться в любое время и на приемлемых условиях.

3. Определяющая роль института социального партнерства (в этом случае на основании коллективных соглашений работников и работодателей с участием профсоюзов могут быть установлены различные уровни ставок, условия получения и пенсии и т.п. для разных категорий работников) в механизмах функционирования корпоративных пенсионных систем. Данный институт играет важную роль в стабилизации пенсионных систем европейских и скандинавских стран, поскольку основные условия участия работников в пенсионных схемах определяются коллективными договорами. Например, во Франции все изменения в коллективных договорах должны быть утверждены Министерством социальной политики, труда и солидарности.

4. Дифференциация пенсионных продуктов (схем), предлагаемых на конкурентной основе не только пенсионными фондами, но другими финансовыми институтами (страховыми компаниями, банками и др.) для работников с различным уровнем доходов и потребностей, а также для разных возрастных категорий работников. Такие продукты, как правило, обеспечены различными льготами по налогам или взносам.

5. Информационное освещение деятельности финансовых институтов пенсионной системы. Следует отметить, что в России информация о механизмах функционирования и задачах, решаемых различными финансовыми институтами пенсионной системы, представлена

весьма бессистемно и односторонне. Как правило, выступления большинства докладчиков по вопросам пенсионной реформы сводятся к рассуждениям о преимуществах распределительной системы и неэффективной деятельности НПФ, несмотря на то, что первый пенсионер, трудовая пенсия которого будет иметь накопительную составляющую, выйдет на пенсию только в 2022 году. Тем не менее, решение властей об уменьшении страхового тарифа на накопительную составляющую до 2% для лиц, не заключивших договор о переводе своей накопительной пенсии в НПФ до конца 2013 г., привело к росту числа граждан в НПФ на 33,9% в 2013 году. В настоящее время количество граждан, заключивших договор с НПФ, составляет около 28 млн человек [4] при общем количестве экономически активного населения 75 млн человек [6]. Большинство стран уделяет значительное внимание проблеме информированности населения о деятельности пенсионных институтов. Так, в Австралии трастовые пенсионные фонды (аналог российских НПФ) проводят обучение клиентов методам инвестирования пенсионных накоплений, в Японии работодатель несет ответственность за поддержание финансовой грамотности участников пенсионной схемы, в Германии сведения о лучших пенсионных фондах и достигнутых ими результатах публикуются в периодической печати и специализированных изданиях на постоянной основе.

Полагаем, что для развития программ добровольного негосударственного пенсионного страхования необходимо провести комплекс мероприятий по стимулированию притока в данные программы российских граждан, только в этом случае экономика может рассчитывать на использование данных активов в качестве инвестиционного ресурса.

Исследование направлений развития пенсионных систем разных стран показало, что реформирование российской пенсионной системы не может не учитывать ряд тенденций, свойственных мировой финансовой системе:

1. Усиление влияния инвестиционного фактора на темпы экономического роста. Необходимость финансовых вложений в высокотехнологичные производства и наукоемкие технологии приводит к сокращению затрат на социальные программы во многих странах. Считаем, что в этом контексте увеличение государственных пенсионных обязательств без должного стимулирования развития накопительных пенсий в нашей стране необоснованно;

2. Глобальная конкуренция за инвестиционные и квалифицированные трудовые ресурсы. К сожалению, российская пенсионная система на данной стадии реформирования не содержит конкурентных пре-

имущества ни в социальной, ни в инвестиционной сфере. На заседании правительства России в августе 2014 г. было высказано намерение о разрешении инвестировать активы НПФ в ценные бумаги венчурных компаний. Поступление на данный рынок пенсионных средств, безусловно, могло бы дать конкурентные преимущества и компаниям, и всей системе негосударственного пенсионного обеспечения при условии создания государственной властью определенных условий по снижению рисков инвестирования (государственные гарантии, страхование, создание резервов), однако никаких решений пока не принято;

3. Повышение роли социального фактора в жизни граждан. Значительную часть граждан разных стран не удовлетворяет система предоставления минимальной защиты от бедности при выходе на пенсию. Поэтому не следует игнорировать тенденцию сохранения социального статуса граждан независимо от уровня их доходов при утрате ими трудоспособности, которой придерживается большинство стран при совершенствовании ими пенсионных систем.

Таким образом, для создания эффективной и конкурентоспособной пенсионной системы в России стратегия ее модернизации должна учитывать мировые тенденции в данной сфере, только в этом случае ее реформирование будет оправданным.

По итогам 2013 г. рынок доверительного управления (ДУ) достиг 3,6 трлн руб., показав прирост в абсолютном выражении в 500 млрд руб. Больше половины притока активов под управлением было обеспечено пенсионными накоплениями НПФ. «Заморозка» поступления пенсионных накоплений в НПФ с конца 2013 г. и за 2014 г. лишила управляющие компании не только основного источника роста последних лет, но и источника роста рентабельности бизнеса. В условиях стагнации рынка управляющие смогут сохранить рост доходов за счет развития менее емких, но более маржинальных сегментов: индивидуального доверительного управления (ИДУ) и розницы.

В условиях отсутствия позитивной динамики на рынке акций инвесторы предпочитают инструменты с фиксированной доходностью. А размер вознаграждения управляющей компании по облигационным стратегиям ниже, чем по стратегиям с акциями. «Сегмент ДУ физлиц стоит на втором месте по маржинальности после розничного сегмента. По нашей оценке, занимая около 10% рынка по активам, эти два сегмента генерируют 60% суммарной выручки. Что касается конкретных ставок комиссий, то динамика на снижение есть — это мировой тренд. У нас в России есть и свои причины. Во-первых, сегмент ДУ физлиц становится более массовым — здесь уже 10 тысяч клиентов, снижаются по-

роги входа, средние счета, появляются массовые продукты. Во-вторых, продуктовое наполнение становится более консервативным, а комиссии по fixed income ниже, чем по акциям. На первый план выходит гибкость и технологичность управляющих, ориентация на потребности клиента и качественный сервис» (генеральный директор УК «Альф-Капитал» Ирина Кривошеева [9]). Кроме того, по данным «Эксперт РА» на рынке ОПИФов также за последние годы произошла переориентация с фондов акций на фонды облигаций, которые к концу 2013 г. заняли почти половину рынка открытых фондов, показав прирост в 30 млрд рублей.

Успех развития ИДУ и розницы зависит от способности управляющих предложить продукты, способные по доходности конкурировать с банковскими депозитами. Управляющие рассчитывают на то, что в условиях нестабильности на банковском рынке и девальвации рубля фонды еврооблигаций покажут наибольший прирост стоимости чистых активов (СЧА). «Евробонды ровно тех же банков, где клиенты держат депозиты, дают существенно более высокую доходность. Думаю, что в текущих рыночных условиях мы впервые за долгое время можем успешно конкурировать с банками и забрать у них хотя бы малую часть бизнеса», — отмечает директор инвестиционного департамента УК «АТОН-менеджмент» Евгений Малыхин [9]. Таким образом, очевидно, что сложившаяся ситуация в экономике идет на пользу рынка доверительного управления.

Препятствием для развития отрасли долгое время был неблагоприятный режим налогообложения инвестиций в инструменты доверительного управления по сравнению с вложениями в недвижимость, банковские депозиты и валюту. Управляющие компании надеются, что появление института индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС) с 1 января 2015 г. повысит конкурентоспособность накопительных продуктов управляющих компаний. Индивидуальные инвестиционные счета предполагают налоговый стимул в виде вычета 13% НДФЛ с суммы ежегодного взноса в 400 тыс. рублей или дохода с этой суммы. Горизонт инвестиций при этом должен составить с момента взноса не менее трех лет. Управляющие, накопившие за период пенсионного бума значительный опыт управления консервативными портфелями, смогут выгодно его применить, предложив клиентам — физическим лицам понятные накопительные продукты. «Заморозка» пенсионных накоплений НПФ и введение ИИС могут дать толчок к развитию пенсионной розницы, которая сможет стать новой точкой роста рынка доверительного управления.

Используемые источники

1. Абрамов А.Е. Институциональные инвесторы в мире: особенности деятельности и политика развития: в 2-х кн. / А.Е. Абрамов: науч. ред. А.Д. Радугин. — М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2014. — 544 с.
2. Жуйков А., Вайсберг В. Пенсионные накопления в инфраструктурных проектах. Опыт Латинской Америки // Рынок ценных бумаг. — 2013. — № 3.
3. Милтон Фридман. Капитализм и свобода. — М.: Новое издательство, 2006. — 240 с.
4. Письмо В.В. Путину от профессиональных участников российского фондового рынка (исх. № 237 от 25.08.2014 г.). URL: www.pensionreform.ru.
5. Melbourne Mercer Global Pension Index. Australian Centre for Financial Studies. October, 2013.
6. www.gks.ru— официальный сайт Федеральной службы государственной статистики.
7. www.investfunds.ru — информационный портал.
8. www.moex.com — официальный сайт Московской биржи.
9. www.raexpert.ru — официальный сайт рейтингового агентства «Эксперт РА».