



ОГЛАВЛЕНИЕ

- 03** РЕЗЮМЕ
ОПИСАНИЕ ИССЛЕДОВАНИЯ
- 04** ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ НПФ И УК
 - 09** Базовая управляющая компания
 - 12** НПФ – инвестиционная деятельность своими силами
 - 14** Принятие инвестиционных решений
 - 16** Выбор УК – как стать одной из немногих
 - 18** Минимальная гарантированная доходность – фиктивный аргумент
- 22** ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА НПФ
 - 23** Облигации – любимый финансовый инструмент
 - 24** Котируемые акции – все еще персонa нон-грата
 - 25** Инвестиции в недвижимость - интересно, но непонятно
 - 27** Прямые инвестиции – инструмент - изгой
- 29** «ЗАСАХАРИВАНИЕ» РЫНКА
 - 33** Взгляд в сторону: инвестиции в инфраструктуру
 - 35** Взгляд в сторону: страхование жизни

РЕЗЮМЕ ОПИСАНИЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

Целью данного исследования стал анализ существующего сотрудничества между управляющими компаниями и негосударственными пенсионными фондами в интересах российского инвестиционного сообщества и финансового рынка в целом. Мы полагаем, что данное исследование будет способствовать развитию отраслевого диалога, основанного на доверии и взаимопонимании между управляющими компаниями и негосударственными пенсионными фондами.

Цели исследования

1. Провести анализ инвестиционной политики НПФ, в том числе инвестирование в:
 - облигации
 - котируемые акции
 - некотируемые акции (прямые инвестиции)
 - инвестиции в недвижимость;

2. Выявить роль НПФ в инвестиционном процессе;

3. Описать текущий процесс взаимодействия НПФ с УК.

В нашем исследовании нашла свое отражение позиция НПФ, которые отвечают за инвестирование более 827 млрд. рублей. В выборку были включены НПФ, суммарные средства которых составляют 58% от общего объема рынка пенсионных резервов и пенсионных накоплений.

Объект:	Топ-менеджмент инвестиционного блока негосударственных пенсионных фондов России;
Метод:	Социологическое исследование с использованием качественных и количественных методов;
Инструментарий:	<ul style="list-style-type: none">● Экспертный опрос, дистанционное анкетирование,*● Полуструктурированные интервью;
Генеральная совокупность:	36 НПФ;
Кластер:	НПФ с объемом резервов не менее 1 млрд. руб. (+до 5% динамичные фонды с объемом резервов менее 1 млрд. руб);
Выборочная совокупность:	23 НПФ;
Аналитический инструментарий:	описательные статистики, корреляционный, факторный анализ;
Участники исследования:	Респонденты – руководители и топ-менеджеры фондов, курирующие инвестиционную политику НПФ и взаимодействие с управляющими компаниями.

→ ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ НПФ И УК

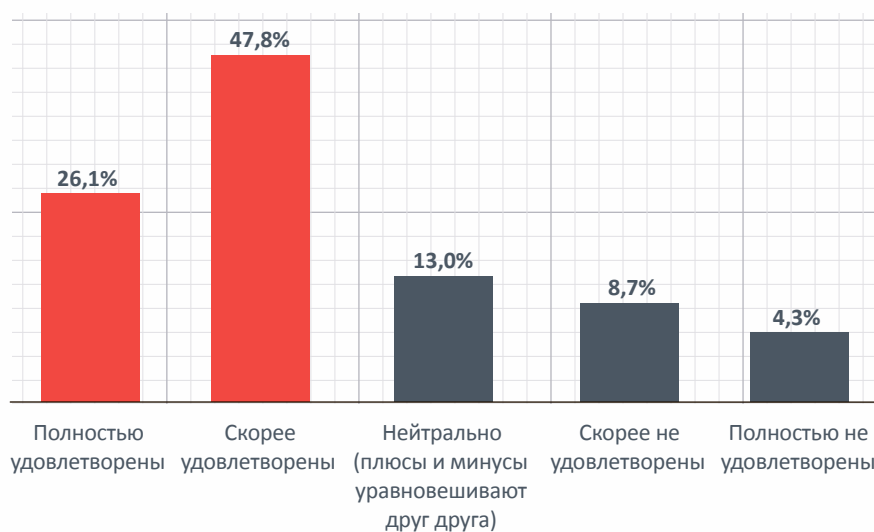
- Базовая управляющая компания
- НПФ – инвестиционная деятельность своими силами
- Принятие инвестиционных решений
- Выбор УК – как стать одной из немногих
- Минимальная гарантированная доходность – фиктивный аргумент

В целом НПФ довольны своим сотрудничеством с УК. Респонденты считают, что УК в достаточной степени обязательны в исполнении своих компетенций.

Участники рынка не скрывают, что взаимоотношение НПФ и УК складывается по принципу «кто платит, то и заказывает музыку». Положительное отношение УК и НПФ вызвано по сути тем, что если компании не могут прийти к общему пониманию, то для пенсионного фонда рациональнее найти УК, с которой будет комфортно общаться. Но прийти к ситуации некомфортного взаимодействия достаточно сложно. Как правило УК делают для клиентов то, о чем их просят, и это касается всего – начиная от предоставления отчетов и документов, и заканчивая прямым допуском (или его возможностью) в любые области деятельности УК.

На сегодняшний день, у нас нет вообще проблем с управляющими компаниями, ... управляющие компании, которые у нас прошли выборы неоднократные, они все абсолютно дрессированные. То есть, отчетность, какую нам надо, в

Распределение ответов на вопрос:
«Насколько Вы удовлетворены совместной деятельностью с управляющими компаниями», %



каком нам надо варианте и в какие нам сроки надо, в таком виде они и делают. Когда управляющая компания, хоть раз в жизни произносит нам «мы вам это делать не обязаны», это последний день этой управляющей компании, и они все знают об этом.

Когда нам какая-то управляющая компания открыла рот и сказала: «А вы не имеете права вмешиваться в

наше доверительное управление в соответствии с гражданским..», вспомнили закон, я просто подняла бровь, они сказали: «мы все поняли, мы снимаем свое возражение». То есть, наши деньги и я не могу вмешиваться? Даже не понимаю этого. И управляющие компании тоже прекрасно это понимают. Поэтому, я считаю, что у нас нет никаких проблем с управляющими компаниями.



Правда нужно отметить, что в нескольких НПФ сообщили, что их управляющая компания может ограничивать влияние НПФ. И даже отказывать в информации. И вообще запрещать что-то. Т.е., казалось бы, наблюдается большее соответствие букве закона.

Мы не даем каких-то там указаний управляющей компании разместиться в тот или иной актив, честно сказать, у нас были

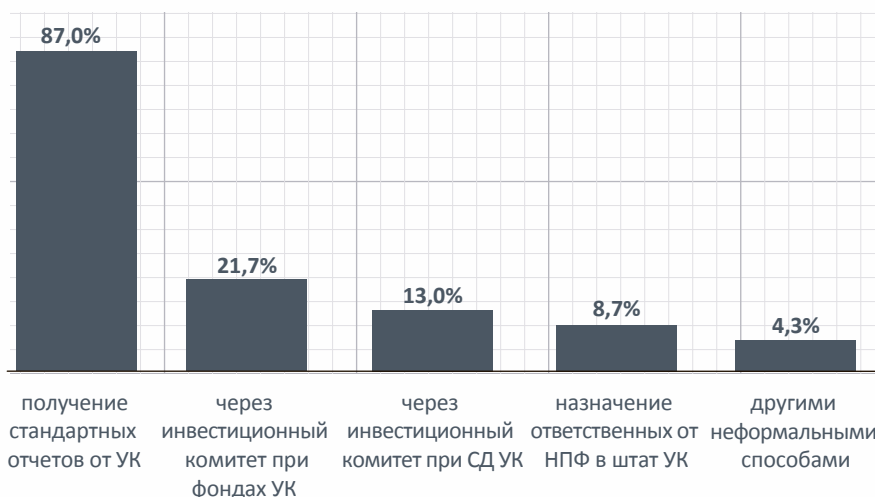
такие попытки, но управляющая компания очень жестко нас пресекала с этими делами, потому что «мы вас очень любим, но давайте, мы все-таки сами будем. У нас есть свое видение, есть стратегия» - у них именно на этой стратегии построены какие-то наши целевые ориентиры, и если мы туда залезаем, то «как мы можем вам, если не гарантировать, то, по крайней мере, достигать той доходности, которую вы от нас требуете?»

К сожалению, эта идиллическая картина несколько подпорчена тем фактом, что в этом случае как управляющая компания, так и НПФ входят в один финансовый холдинг, более того, НПФ работает только с одной УК. И здесь более правомерно говорить о политическом влиянии УК / НПФ в рамках холдинга.

Таким образом, НПФ могут позволить себе любую степень контроля – весь вопрос только в их собственном желании и возможностях. Но если будет нужно – они сделают это. «Управляющая компания нас пускает к себе, пожалуйста, везде войди, в любой компьютер, кабинет, зал, смотри, что хочешь, как в свой фонд». Несмотря на то, что формально это может не соответствовать законодательству, это будет соответствовать некой внутренней правде – НПФ отвечают за деньги пенсионеров. Участники исследования подчеркивали, что таким образом достигается необходимая прозрачность инвестиционного процесса. Т.е. такой контроль скорее правильно рассматривать в качестве неотъемлемой части риск-менеджмента, что повышает надежность УК в глазах НПФ.

Если говорить о возможных способах контроля, которые используют НПФ, то они могут быть самыми разнообразными.

**Распределение ответов на вопрос:
«Как НПФ осуществляет контроль над инвестиционной политикой управляющей компании?», %**



ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ НПФ И УК

→ Базовая управляющая компания

- НПФ – инвестиционная деятельность своими силами
- Принятие инвестиционных решений
- Выбор УК – как стать одной из немногих
- Минимальная гарантированная доходность – фиктивный аргумент

Как правило, НПФ действуют через базовую управляющую компанию. Для пятой части НПФ при управлении пенсионными резервами и в четверти случаев при управлении пенсионными накоплениями эта базовая управляющая компания становится также и единственной управляющей компанией.

Управление пенсионными накоплениями, как правило, отдается в 2-3 УК независимо от размера пенсионного фонда. Для пенсионных резервов, количество управляющих компаний, «допущенных к телу» НПФа сокращается в среднем с 3-х (для крупных УК) до 1-й для небольших НПФ-ов (около 70% небольших НПФ подтвердили, что все их пенсионные резервы размещаются только через одну управляющую компанию).

В отличие от крупных и рыночных фондов, кэптивные, условно кэптивные фонды, а также фонды с небольшим размером пенсионных резервов наименее активны в приглашении новых управляющих компаний и диверсификации рисков управления с помощью привлечения большего числа УК.

Распределение ответов на вопрос:
«Укажите количество УК, управляющих пенсионными резервами/
накоплениями вашего фонда», %

Количество УК, с которыми взаимодействует НПФ	Резервы, (%)
1	21,7
2	17,4
3	17,4
4	8,7
5	17,4
7	8,7
Количество УК, с которыми взаимодействует НПФ	Накопления, (%)
1	26,1
2	13,0
3	13,0
4	8,7
5	17,4
6	8,7
7	8,7

Текущая ситуация с распределением долей тех или иных управляющих компаний в структуре инвестиционных портфелей показывает существование 2-х основных подходов:

● «Пенсионные накопления» -

около 70% фондов отдадут в управление базовой УК от 60 до 100% активов;

● «Пенсионные резервы» - 21,7% распределяют резервы в равных пропорциях между всеми УК, а 34,8% отдадут 80-100% базовой УК.

Распределение ответов на вопрос:
«Какая доля пенсионных резервов/ накоплений размещена в вашей
«базовой» управляющей компании, которая является лидером по объему
размещенных под ее управлением пенсионных резервов / накоплений?»

	Пенсионные резервы, %	Пенсионные накопления, %
0% - 20%	8,7	4,3
21% - 40%	13	17,4
41% - 60%	4,3	4,3
61% - 80%	13	52,2
81% - 100%	34,8	17,4
Лидеров нет, средства распределены между всеми УК равномерно	21,7	4,3

Эти данные говорят о том, что распределение резервов между управляющими компаниями в целом носит более взвешенный характер. В целом же – базовая управляющая компания действительно существует, но она не закрывает возможности для деятельности других управляющих компаний. Ряд участников рынка признает целесообразность «своих» компаний, с которых проще спросить и к которым больше доверия. Кроме того, это может быть и простое требование акционеров группы, которые не желают размытия собственных средств и ухода дохода на сторону.

Ни для кого не секрет, ни для нас, ни для других крупных компаний, которые размещают в своих управляющих, если вы на структуру посмотрите, основная доля получается в своей, скажем, управляющей компании, есть пара-тройка для того чтобы рейтинг поддерживать... доход не

уходит из группы, основной постулат этот. То есть, смысл нам кормить управляющую компанию, которая не из группы и показывает ровно такие же результаты? – никакого. Тут чистая экономика, ничего личного, только бизнес, как говорят.

Но вместе с тем, говоря о целесообразности наличия базовой управляющей компании, ряд НПФ не только понимает, но и признает необходимость конкуренции. Отсутствие конкуренции губит любое развитие – это можно считать девизом рыночных НПФ.

У нас не аффилированная компания, но связанная с группой, но они прекрасно знают, что они в точно таком же рынке, как все остальные. И если они будут давать доходность ниже, они вылетят с полпинка, с личным докладом руководству, что с такими плохими ребятами мы не работаем. Потому что по любому у нас сначала обязательства перед клиентами ...

они прекрасно знают, что как только они опускаются ниже уровня никаких денег они не получают, так же как все остальные. На мой взгляд, наличие других компаний при наличии аффилированности тоже должно быть, иначе компания своя тебе начнет врать, вешать лапшу на уши не контролируемо, а так она в рынке, конкурентна, прекрасно понимает, что помимо нее есть еще две три и попробуй, докажи, что у тебя 2%, когда у них у все 11%. Когда она у тебя одна, она так убедительно расскажет, что вот рынок, все факторы: Кипр, Америка, Англия, читайте эти обзоры, 18 страниц, в Индии добыча газа упала, в Исландии добыча пара подросла... Я считаю, что должна быть конкуренция.

Следует отметить, что иногда выбор одной или ограниченного числа управляющих компаний может быть просто продиктован размером фонда. В нашем исследовании принимали участие в основном крупные НПФ, но и они, вспоминая времена своей юности, когда объем средств под управлением составлял около миллиарда, признавали, что нанимать несколько УК нецелесообразно – это дополнительные затраты, как временные, так и денежные. Т.е. принцип раскладывания яиц по корзинам признается верным. Но более логичным называется вариант с десятью яйцами в двух корзинах, чем пытаться удержать и проверить десять корзин, в каждой из которых лежит по яйцу.

ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ НПФ И УК

- Базовая управляющая компания

НПФ – инвестиционная деятельность своими силами

- Принятие инвестиционных решений
- Выбор УК – как стать одной из немногих
- Минимальная гарантированная доходность – фиктивный аргумент

Большинство фондов не испытывают никаких проблем с управляющими компаниями и полагают, что текущее положение дел необходимо сохранить. Следует отметить, что перед началом исследования была выдвинута гипотеза о том, что НПФ заинтересованы в получении больших полномочий по управлению средствами. В ходе исследования мы убедились, что это не так. Подавляющее большинство НПФ действительно удовлетворены

текущим положением дел. На сегодняшний день НПФы не рассматривают самостоятельное управление активами. Они полагаются на западный опыт: «управляющие компании управляют средствами, а НПФы выплачивают пенсии». Хотя в вопросе о возможном расширении полномочий НПФ в сфере инвестирования активов представители фондов ожидаемо проявили редкое единодушие: 73,9% респондентов заявили, что управляющие компании

необходимы, но полномочия НПФ всё-таки необходимо расширить. Но это уже скорее относится к «просто, чтобы было».

Теоретическую возможность отдельного функционирования НПФ – т.е. взятие пенсионными фондами на себя и вопросов инвестирования мы исследовали в рамках финансовых инструментов «прямые инвестиции» и «инвестиции в недвижимость».

Распределение ответов на вопрос:

«Если не учитывать законодательные ограничения, существует ли целесообразность в предоставлении возможности для НПФ осуществлять инвестиции самостоятельно?», %

	Прямые инвестиции, %	Инвестиции в недвижимость, %
Да	30,4	26,1
Скорее да, чем нет	8,7	43,5
Скорее нет, чем да	39,1	13,0
Нет	13	4,3
Нет ответа	8,7	13,0

НПФ – инвестиционная
деятельность своими силами

ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ НПФ И УК

09

RWM capital
управляющая компания

С учетом позиции, высказанной в экспертных интервью, можно говорить о том, что ответы скорее относятся к желанию фондов больше контролировать процесс инвестирования, а не брать на себя все полномочия и ответственность за результат. Большее количество положительных ответов, относящихся к инвестированию в недвижимость, скорее, выражает интерес НПФ к новому финансовому инструменту.



Крупные фонды в гораздо меньшей степени заинтересованы в получении дополнительных полномочий в сфере инвестирования, чем средние и малые. УК воспринимается как функция инвестирования, вынесенная на аутсорсинг, что позволяет экономить расходы, а также снижает ответственность по результатам инвестирования перед Советом Фонда.

Если у вас, допустим, ограничений нет, вы можете, и инвестиционный отдел себе сделать в виде управляющей компании, которая будет все инвестировать. Но тогда, естественно, нужно понимать уровень издержек. А если вы идете в управляющую компанию, наверное, предполагается в определенном смысле, что издержки, альтернативные издержки на содержание такого инвестиционного отдела и взаимодействие с управляющей компанией, они несколько разные.

Есть рынок клининга, можно ли убираться своими уборщицами? – Можно. Но пусть каждый занимается своим делом. У фонда есть огромные потребности, мы будем иметь тогда ту же самую ситуацию, как мы отдали деньги в одну управляющую компанию ... набрать команду профессионалов, которые хотели бы работать внутри фонда пенсионного и заниматься инвестициями не так уж просто.

Отдельно подчеркивается нереальность создания собственного инвестиционного департамента. Предполагается, что персонал управляющей компании в любом случае будет более укомплектован и будет обладать более широкими компетенциями, чем те, которые НПФ способен самостоятельно создать у себя.

Предложения внутреннего инвестиционного блока менее интересны, чем то, что может дать крупная компания, у которой несколько клиентов, которые

понимают течение рынка, находятся на острие происходящего... Потому что, с предложением в фонд не придут, а с предложением в управляющую компанию придут. В основном, управляющие компании являются обычно частью некоторой финансовой структуры, это означает, что у них компетенции не только управляющей компании, но и всего финансового блока, который есть в финансовой группе.

НПФы, ориентированные на развитие, четко проводят черту между необходимостью и возможностью контроля над деятельностью УК и дублированием функций.

Ты возьми, сядь за руль и управляй тогда, потому что, когда два директора это хуже не бывает. Если тебе не нравится управляющая компания, которая неправильно управляет, поменяй ее, а если ты должен поменять дублирующий состав, то нафиг нужна эта управляющая компания? Это вопрос экономической целесообразности, не более того.

ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ НПФ И УК

- Базовая управляющая компания
- НПФ – инвестиционная деятельность своими силами

→ Принятие инвестиционных решений

- Выбор УК – как стать одной из немногих?
- Минимальная гарантированная доходность – фиктивный аргумент

Деятельность управляющих компаний изначально ограничена инвестиционной декларацией. В плане дальнейшего контроля НПФ различаются. Первая группа выдает список эмитентов – поименно и с указанными лимитами. Далее УК, безусловно, свободны, но в пределах этих эмитентов и лимитов. (Вместе с тем, НПФ отмечают, что все предложения УК рассматриваются и возможно оперативное изменение данного списка). Вторая группа НПФ отдает приоритет в выборе эмитентов и лимитов УК – «ей за это и деньги платят» - с обязательным последующим утверждением в самом НПФ.

В первую очередь мы ждем предложения от управляющей компании, мы можем некую вводную дать, какой бы мы хотели видеть инвестиционную операцию, некие вводные на каких бы эмитентах мы открыли лимит.

Факторами-ограничителями выступают не только законодательство и

инвестиционная стратегия НПФ. Сами управляющие компании, понимая рискованность даже разрешенных инструментов, предпочитают перестраховываться, оберегая собственное существование: «им даешь лимит 20%, но они, вы сейчас посмотрите, берут 4-5%, потому что они свой риск тоже оценивают, потому что если они покажут минус, это будет их последний год на рынке, это они тоже понимают. Поэтому они сами туда уже не лезут».

Несмотря на то, что большинство НПФ дают свободу управляющим компаниям в рамках утвержденной инвестиционной стратегии, с учетом возможностей влияния НПФ на инвестиционный процесс в каждой его стадии, эта свобода является достаточно условной.

Для ответа на вопрос, кто же на самом деле влияет на принятие инвестиционных решений, мы разбили само понятие «инвестиционные

решения» на три составляющих:

1. выбор объекта для инвестиций;
2. владение объектом (развитие объекта);
3. продажа объекта.

И выделили основных участников инвестиционного процесса: НПФ, УК, пенсионный администратор и учредители НПФ.

Получилась интересная картина, которая в принципе подтверждается экспертными интервью – основное, а главное - реальное влияние на инвестиционный процесс оказывает НПФ. Причем оказывает в самых ключевых этапах – в моментах входа в актив и выходе из него. Таким образом, управляющей компании в большей степени отдается лишь контролирующая роль «холдера», а не активного участника инвестиционного процесса. Занижая, таким образом, роль управляющих компаний, немудрено, что НПФ

сокращают и объем вознаграждения – отдавать большие деньги за техническую, во многом, работу, действительно кажется некорректным.

Вместе с тем высокая степень влияния на принятие решения не обязательно означает то, что эти решения принимаются. Здесь скорее уместно говорить о том, что у НПФ есть такая

возможность, которой она может воспользоваться в случае необходимости, но «выдрессированные» УК позволяют не прибегать к этому инструменту.

Распределение ответов на вопрос: «На Ваш взгляд, в какой степени следующие участники влияют на принятие инвестиционных решений на каждом этапе инвестиционного процесса при вложении средств НПФ в акции российских некотируемых компаний? (3- высокая степень влияния на принятие решения, 2- умеренная степень влияния на принятие решения, 1- низкая степень влияния на принятие решения, 0- вообще никак не влияет)».

Участники	Этапы инвестиционного процесса (прямые инвестиции)		
	1.Выбор объекта для инвестиций	2. Владение объектом (развитие объекта)	3.Продажа объекта
НПФ	2,09	1,48	1,65
УК	1,83	1,48	1,48
Пенсионный администратор	0,57	0,22	0,22
Учредители НПФ	1,13	1,04	1,22

Отдельно стоит подчеркнуть тот факт, что при осуществлении инвестиций в недвижимость вырастает роль учредителей фонда. Это может служить косвенным доказательством того, что по большому счету, если НПФ

имеют вложения в недвижимость, то, как правило, это некий исторически сложившийся портфель, т.е. есть паи ЗПИФов, которые вложены в недвижимость. И такое историческое наследие,

волей-неволей, во-первых, приводит к образованию внутри НПФ компетенций по работе с недвижимостью, во-вторых, делает их более восприимчивыми при анализе уже новых, рыночных проектов в области недвижимости.

Распределение ответов на вопрос: «На Ваш взгляд, в какой степени следующие участники влияют на принятие инвестиционных решений на каждом этапе инвестиционного процесса при вложении средств НПФ в недвижимость? (3- высокая степень влияния на принятие решения, 2- умеренная степень влияния на принятие решения, 1- низкая степень влияния на принятие решения, 0- вообще никак не влияет)».

Участники	Этапы инвестиционного процесса (прямые инвестиции)		
	1.Выбор объекта для инвестиций	2. Владение объектом (развитие объекта)	3.Продажа объекта
НПФ	1,91	1,74	1,78
УК	1,7	1,39	1,22
Пенсионный администратор	0,39	0,26	0,13
Учредители НПФ	1,48	1,31	1,3

ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ НПФ И УК

- Базовая управляющая компания
- НПФ – инвестиционная деятельность своими силами
- Принятие инвестиционных решений

Выбор УК – как стать одной из немногих

- Минимальная гарантированная доходность – фиктивный аргумент

Проведение конкурса/тендера между управляющими компаниями скорее относится к формальной процедуре. НПФ самостоятельно «мониторят» привлечение их внимание управляющие компании. Выбор основывается на следующих критериях: рейтинг надежности («Эксперт РА» или «НРА»-обычно AAA, не ниже топ-20), показатели результатов инвестирования по активам, формирование портфеля. НПФ интересуется, насколько высок показатель доходности, насколько устойчивый рост этой

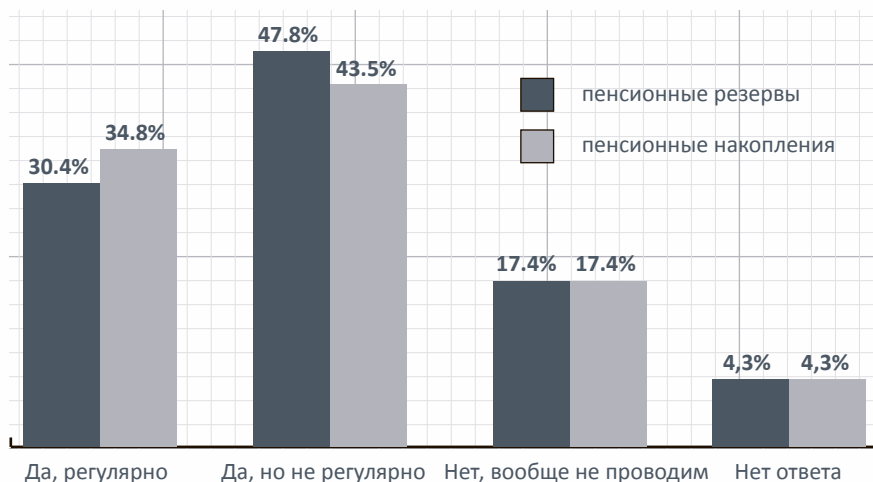
доходности на протяжении определенного времени (около 5 лет) – «разумные интервалы доходности».

«Мы будем работать с компанией, которая предложит адекватный уровень доходности при адекватном риске, с понятным, прозрачным инвестиционным процессом и контролем этого процесса». Не менее важным для НПФ является опыт работы на рынке и состав учредителей УК – «мы должны понимать, кто стоит за этой управляющей компанией».

НПФ уделяет внимание репутации и опыту сотрудничества УК с другими НПФ: «если один - два региональных фонда, то это небольшой плюс».

Отбор управляющих компаний для организации инвестирования резервов/накоплений фондов проводится фондами не единообразно: чуть меньше половины фондов (47/43%) проводят конкурсы и тендеры для УК нерегулярно, а около трети фондов (30/35%) наоборот проводят такие конкурсы на регулярной основе.

Распределение ответов на вопрос:
«Проводите ли Вы конкурсы по отбору управляющих компаний для управления средствами вашего фонда?»



Критерии выбора управляющих компаний по степени формализованности и объективности также разнятся от фонда к фонду: у половины фондов (12/52,5%) они четко сформулированы и отбор базируется именно на них, в то время как треть фондов (8/34,8%) таких критериев не имеет или они расплывчаты и носят скорее рекомендательный характер.

Распределение ответов на вопрос:
«Какие требования наиболее важны для вашего НПФ при выборе управляющей компании, помимо установленных законодательством»



Пенсионные фонды, признают, что управляющие компании, исходя из самого смысла их существования, не только могут, но и должны лучше разбираться в инвестиционной деятельности. В таком случае встает еще один вопрос – необходимость для УК обеспечить такое взаимодействие с НПФ, на каждом из этапов инвестиционного процесса, чтобы пенсионный фонд понимал деятельность управляющих и мог донести до них свои инвестиционные принципы.

Есть достаточно «звездные» портфельные управляющие, которые считают, что в фонде народ сидит совершенно бестолковый. Они кстати, правы, у нас несколько другие задачи и мы не так плотно разбираемся во всем этом.

Они нам готовят достаточно объемные презентации, в которых

они рассказывают, как все происходило, почему это так происходило, почему мы вот это не заработали, хотя могли или почему мы, например, здесь взяли целевой ориентир переиграли против запланированного, что мы ожидаем на следующий квартал в краткосрочной перспективе, что в долгосрочной. То есть, они теперь от нас не отмахиваются, они очень подробно нам рассказывают, как школьникам в первом классе, и, в принципе, у нас повышается финансовая грамотность, я с собой беру кого-нибудь, всем интересно послушать.

Управляющая компания выступает для пенсионного фонда, прежде всего как эксперт в управлении деньгами. И пусть НПФ способен перехватывать оперативное управление в свои руки, требования высочайшего профессионализма и компетентности УК никто не

отменял. В наиболее крупных структурах анализ данных компетенций происходит в несколько этапов.

Смотрим, с публичной информацией совпадает, не совпадает, раскрыли бенефициаров, не раскрыли, потому что бывает такое «мы не имеет права», ну, не имеешь и не имеешь. ... Дальше начинают показывать результаты, активы обалденные, результаты обалденные, а команда, которая нам подала заявку на конкурс новая, то есть фактически для нас, мы считаем, что это другая управляющая компания. Как правило, они по этим критериям уже не проходят, потом риск-менеджмент, безопасность, и только после этого на основании мат. анализа и всей этой информации, задаем еще вопросы и в зависимости от полноты начинаем уже на совет выходить.

Хотя иногда отсутствие профессионализма управляющих компаний становится видно буквально сразу.

У меня есть опыт, я встречался в прошлом году с представителем одной УК, который вообще понятия не имеет что такое пенсионные резервы, пенсионные накопления. Не буду говорить, какая управляющая компания, но поверьте, достаточно не маленькая. Я пришел, приготовился к беседе и тут оказывается, что казус небольшой. Естественно, когда ты с такой управляющей компанией сталкиваешься, навряд ли, ты захочешь размещать средства фонда через такую УК.

Представители фондов особо подчеркивали, что знания УК, в особенности той части команды, которая будет непосредственно работать с активами НПФ, должны быть не просто глубокими и профессиональными, но и иметь отражение в реальном практическом опыте.

Когда компания, например, невнятно рассказывает о системе риск-менеджмента, к нам приезжает обязательно руководитель, портфельный управляющий, который будет за нас отвечать... слова знает, все говорит правильно, но чувствуется, сам не делает. Когда человек делает, он даже может слова не правильно говорить, но ты понимаешь, что он делает, а когда он тебе прямо учебник читает по странице, у меня такое подозрение, а делал ли он сам что-нибудь, потому что учебники

это учебники... Точно ли они понимают, что они делают?

Так как многие НПФ входят в состав финансовых холдингов, то, анализируя компетенции УК, они сравнивают их не просто с конкурирующими управляющими компаниями или собственными знаниями, нет, в качестве бенчмарка берутся лучшие профильные подразделения холдинга: «когда мы видим, кто работает, у нас ... в управлении активами и какие там специалисты сидят на облигациях, на долговых инструментах, мы видим, как они работают, не только исходя из доходности, которую они показывают, но и, исходя из того, как они осуществляют сделки, это в определенной степени, такое искусство. Естественно мы понимаем, что такое профессионализм высокого уровня».

Наиболее, казалось бы, объективный и важный критерий выбора УК – доходность – сопряжен с рядом «но», что уменьшает его реальную значимость при выборе УК. Представители НПФ понимают, что доходность будет сильно различаться – в зависимости от периода, который берут в расчет, от объема средств, на котором эта доходность показана, а главное – от способа расчета этой самой доходности.

На рынок управляющих компаний посмотрите: «Мы заработали в этом году выше инфляции,

офигеть!», «здорово, давайте посмотрим, что в прошлом году заработали». Смотришь, а там этот доход был связан не с тем, что управляющая компания переиграла рынок, какие-то решения принимала, связанные с выбором эффективной инвестиционной стратегией, стратегией выше, чем рынок, а в первую очередь было связано с тем, что они в прошлом году получили минус, например, а в этом году рынок отрос.

Могу сказать по практике, что у меня ни одна управляющая компания еще не сказала, что она получила какую-то отрицательную доходность.

Потому что когда на управляющую компанию сваливается счастье в размере 10 млрд, у нее до этого 500 миллионов было, что она будет с этими деньгами делать, есть ли у нее опыт?

Доходность, показанная на коротком интервале, может быть вызвана не столько профессионализмом УК, сколько благоприятно сложившимися обстоятельствами. И это тоже фактор, который необходимо принимать во внимание.

Одна компания целиком залезла в акции, практически, вторая - целиком залезла, практически, в депозиты. Одна компания показала очень низкий результат, другая компания показала очень высокий результат, потому что акции, а рынок в этот момент этому способствовал. Это как раз явилось причиной, для меня, например, закрыть на следующий год обе.

Выбор УК – как стать одной из немногих

ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ НПФ И УК

15

RWM capital
управляющая компания

Потому что первая, я считаю, отнеслась не с должным вниманием, то есть, это был не сбалансированный портфель. А люди, которые залезли в акции, я считаю, что уровень риска, который они на себя приняли, был не допустим, и просто повезло, что попали в тренд.

Если говорить об ожидаемой и полученной доходности в цифрах, то можно привести слова представителя одного НПФ: «Была достигнута доходность по пенсионным накоплениям в 12-м году 11,6% это до вычета вознаграждения, 11,6% годовых, а вставлялась она у нас на уровне 9%. То есть, 2,6% превышение. А по пенсионным резервам целевые ориентиры были 9,5% годовых, а по факту мы заработали 12,3%, получается тоже превышение. Поэтому, безусловно, мы довольны нашей управляющей компанией, и надеемся, что 13-й год тоже позволит нам радоваться результатам. Они хорошо у нас размещались, мы видели, они на первичных размещениях хорошо заработали, на облигациях».

Важным критерием является и наличие опыта управления деньгами: «естественно, если говорить об управляющих компаниях, в первую очередь мы смотрим на управляющие компании, у которых есть опыт работы с пенсионными деньгами».

Я смотрю, сколько управляющая компания работает с пенсионными накоплениями, поэтому мы смотрим 2008 год, 2009 и дальше. Вот у меня такая большая глубина, и мне нет сложности проверить, как они вели себя в 2008 году.

Также следует учитывать, что многим НПФ во взаимодействии с УК удобнее иметь систему «одного входа»: «мы требуем, чтобы у нас обязательно был один вход, который нам будет отвечать за все, и почему нет отчетности, и почему продали ту акцию, бегать по компании и спрашивать, кого-то искать, мы не собираемся».

Помимо времени работы на рынке и достаточности капитала, дополнительным фактором, о котором упомянули ряд фондов,

являются учредители компании. Директорам фонда важно понимать «кто стоит за управляющей компанией» и кто, по сути, гарантирует ее чистоплотность.

Для НПФ, в портфеле которого уже велика доля пенсионеров, на первые места выходит риск ликвидности, который может проистекать не только из выбранных финансовых инструментов, но и от управляющей компании. При этом отмечается, что проблемы управляющей компании превращаются в серьезные репутационные риски для НПФ, что связано со спецификой их участников.

Чтобы пенсию заплатить, извините, надо управляющей компании сказать за пять рабочих дней, так она еще должна успеть эти средства вывести. А если, не знаю, там у них какая-то накладка произошла? Все равно риски ваши, потому что поверьте мне, пенсионеры очень чутко реагируют, когда пенсия приходит не вовремя.

Репутация важна и она важна не только для управляющей компании, она важна для фонда.

Репутационные риски, с моей точки зрения, достаточно серьезные, поэтому, безусловно, если мы тот фонд, который позиционирует себя как один из крупнейших фондов, выбирает ту управляющую компанию, которая несет за собой те репутационные риски, они автоматически перекладываются на нас.





В реальность и необходимость минимальной гарантированной доходности не верит практически ни один НПФ. В первую очередь участники рынка апеллируют к логике и здравому смыслу – каким образом УК могут гарантировать сохранность средств? Случай предоставления банковской гарантии, поручительств – да, такие нормы могли бы быть возможны, но запись в типовой форме договора не является гарантией для фонда.

Они предложили гарантированную доходность, вроде как с точки зрения фонда я должна выйти на

ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ НПФ И УК

- Базовая управляющая компания
- НПФ – инвестиционная деятельность своими силами
- Принятие инвестиционных решений
- Выбор УК – как стать одной из немногих

Минимальная гарантированная доходность – фиктивный аргумент

Совет и сказать «О! тут предлагают гарантию! Давайте только туда отдадим, все у всех отберем, потому что никто ничего не гарантирует». Но у меня это вызывает такое сомнение опять же, что с мозгами у этих людей и чем они собираются обеспечивать наши миллиарды, которые они собираются взять в свою компанию.

Эти разговоры могли приниматься во внимание, скажем, в 2009 году, когда объем средств пенсионных накоплений не такой большой был, как сейчас. Но сейчас какой бы там ни был собственный капитал управляющей компании, размер стоимости чистых активов никто не перекроет, поэтому тут необходимо говорить уже о других формах страхования этих сбережений.

Более того, даже теоретическое наличие подобной возможности у УК вовсе не означает, что она воспользуется этой, по сути гибельной для нее возможностью. Скорее вероятен обратный результат, когда УК

будет отчаянно сопротивляться выплате МГД.

Гарантированная доходность это понятие эфемерное, оно пускай будет прописано, но я что-то не знаю ни одной управляющей компании, которая с радостью эту гарантированную доходность выплатит. Понятное дело, что если возникают какие-то трения, эти трения могут продолжаться достаточно длительный срок, а нам пенсии надо платить. Вы же не придете к пенсионерам и не скажете: знаете, мы что-то с управляющей компанией сейчас спорим, но скоро мы вам заплатим, они сейчас нам только вернут. Вам ответят: ну, здорово! Сейчас мы вас тоже простимулируем, придем, будем митинговать у здания.

В целом, позицию опытных НПФ можно описать словами одного из респондентов: «у нас и без МГД ноль убытков никто не показывает, потому что знают, что это последний день компании будет вообще на рынке».

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА НПФ

- Облигации – любимый финансовый инструмент
- Котируемые акции – все еще персона нон-грата
- Инвестиции в недвижимость. Интересно, но непонятно
- Прямые инвестиции – инструмент - изгой

Практически все НПФ, независимо от степени их кэптивности или размера, имеют утвержденную инвестиционную политику, причем утвержденную не для красоты, а являющуюся реально действующим документом.

Как правило, инвестиционная стратегия обозначена крупными мазками, но содержит жесткие требования: «мы ставим цель заработать инфляцию +1,2,3% на протяжении периода времени: год, 8, 10 лет».

Есть инвестиционная стратегия, которая учитывает веяния сегодняшнего года, потому что

каждый год, особенно после 2008 года, сводит с ума по-своему.

Эта инвестиционная программа задает основные направления, то есть мы понимаем, какую доходность мы хотим получить ... Мы просто понимаем, чего мы хотим достичь.

Жесткое ограничение не отрицает возможности достаточно быстро вносить изменения в установленные правила при возникновении такой необходимости. Однако в среднесрочной перспективе факторов, которые могут привести к значительному

изменению инвестиционной политики пенсионных фондов, участники исследования не видят.

Нередко инвестиционная политика является продуктом совместного сотрудничества с УК и обязательным положением их договора, носит характер согласованной инвестиционной программы. Инвестиционная программа включает два основных аспекта: основывается на консервативной политике и выстраивается с учетом рисков.

Основная цель программы заключается в выявлении планируемой доходности совместного сотрудничества в области доверительного управления активами, но, как правило, не содержит указаний на конкретные активы.

Респонденты считают наиболее целесообразным для инвестирования средств НПФ в случае пенсионных резервов:

- облигации российских хозяйственных обществ,
- денежные средства, включая иностранную валюту, размещенные на банковских счетах и в банковских депозитах,
- акции российских открытых

Распределение ответов на вопрос: «Существует ли у вашего НПФ утвержденная инвестиционная политика?», %



Распределение ответов на вопрос: «Оцените финансовые инструменты, использование которых, на Ваш взгляд, наиболее целесообразно для инвестирования ПЕНСИОННЫХ РЕЗЕРВОВ НПФ (предполагается, что законодательных ограничений не существует)», %



акционерных обществ

● инвестиционные паи закрытых паевых инвестиционных фондов.

Это значит, что даже при работе с пенсионными резервами, которые обладают значительно

более широкими возможностями для инвестирования, большинство НПФ продолжает придерживаться осторожной политики, выбирая гарантированную доходность облигаций и депозитов.

Единственным исключением здесь являются паи ЗПИФ-ов, которые являются своеобразным «черным ящиком». Что предполагают класть в этот «черный ящик» НПФы будет видно в дальнейшем.

Распределение ответов на вопрос: «Оцените финансовые инструменты, использование которых, на Ваш взгляд, наиболее целесообразно для инвестирования ПЕНСИОННЫХ НАКОПЛЕНИЙ НПФ (предполагается, что законодательных ограничений не существует)», %



При инвестировании пенсионных накоплений, даже исключая текущие законодательные ограничения, НПФ продолжают проявлять максимальную осторожность – приоритет депозитов, котируемых акций и облигаций сохраняется, в то время как интерес к иным финансовым инструментам резко снижается.

Результаты интервью подтверждают ведение консервативной инвестиционной политики: «основной упор в этом году мы ставим на депозиты и облигации; мы считаем, что сейчас депозитные ставки очень привлекательны, облигации не так интересны, но тоже необходимы».

Если посмотреть на планы НПФ на ближайшие два года, то еще более отчетливо видна тенденция движения в сторону финансовых инструментов, максимально снижающих уровень риска – наибольшим приоритетом пользуются облигации и депозиты, значимо опередившие иные виды финансовых инструментов.

Производные инструменты рассматриваются, как правило, только в качестве, например, хеджирования каких-то позиций по рисковым активам и ни в коем случае, как инструмент для размещения, в связи с тем, что «это будет спекуляция чистой воды». НПФ

достаточно ответственно подходят к размещению активов.

Вместе с тем, подобного рода зажатость в инвестиционной политике было бы крайне неправильно списывать на нерасторопность, или, того хуже, на некомпетентность сотрудников НПФ.

Существующее законодательство, ориентированное на подсчет ежегодных показателей, само поставило НПФ в такую ситуацию, когда (особенно в случае борьбы за клиента) вкладываться в более рисковые инструменты нежелательно.

Распределение ответов на вопрос: «Укажите до 3-х финансовых инструментов, которые ваш НПФ будет наиболее активно использовать в течение ближайших двух лет с целью увеличения объема инвестиций в них. Выберете не более 3-х вариантов ответа для каждого из типов средств», %



Но есть первое: 31-е декабря и федеральная служба по финансовым рынкам, есть второе: менталитет чиновников и журналистов, которые ежегодно: «Пенсионный фонд «Чебурашка» дал в этот год 35%

годовых, Ура! Ура! УРА! А вы не смогли, вы весь топ-5 на уровне инфляции с трудом» или, когда фонды давали по 2%: «Ахаха! Ужас! Кошмар! Кошмар!». Но этот кошмар раздули журналисты, чиновники и так далее.

Вы тогда определитесь: или вам длинные деньги, или вам доходность текущего года.

На рынке куча фондов, которые ежегодно будут докладывать, что

они заработали 10-100-20-30%, когда все прекрасно понимают, что у них нет никакой доходности, это просто деньги, закачанные из ИОУД, потому что на 10 миллионов рублей, 2 миллиона кинул, вот тебе 20% годовых.

Отдельной проблемой является отсутствие учета, со стороны законодательства, качества портфеля НПФ. Фонды с молодым портфелем, где наибольший удельный вес пенсионеров предполагается через 20-25 лет, в большей степени были бы ориентированы на акции, как на наиболее благоприятный, в долгосрочной перспективе, инструмент. Но проблема 31-го декабря вынуждает и их сидеть в облигациях и депозитах, практически не приобретая акции котируемых компаний, чтобы обеспечивать небольшую, но постоянную и гарантированную доходность ежегодно.

Надо разделить классы в портфеле. Кто-то на пенсию уходит через пять лет, а вы на пенсию выйдете очень поздно и неправильно и вас загонять в одни и те же депозиты и того человека, который выйдет через пять лет. А есть, скажем, средний класс, который выйдет на пенсию через 10-15 лет, поэтому нужно каждый класс разделить на кластеры и для каждого кластера определить свою инвестиционную программу.

Экспертные интервью позволили выявить нам одну интересную

тенденцию. Отсутствие значимых различий при выборе инструментов для инвестирования как пенсионных накоплений, так и пенсионных резервов не является чем-то случайным. Представители многих известных пенсионных фондов полагают, что это правильно – и в принципе инвестиционные декларации должны быть схожи.

Мы сторонники того, чтобы и то и другое инвестировать одинаково...

И там и там пенсионные накопления, совершенно неважно добровольные они или не добровольные, это пенсии людей и ответственность абсолютно одинаковая у нас перед людьми. С точки зрения менталитета чиновников она разная, но формально она все равно одна и та же.

Мы уже, скажем так, «обжглись на молоке, дули на воду»,

соответственно, эти классы активов, они у нас совпадали, даже эмитенты примерно совпадали.

Есть какие-то небольшие различия, но, в принципе, они минимальны.

Более того, базовые принципы инвестирования, в частности принцип сохранности, едины как для пенсионных накоплений, так и пенсионных резервов. Все это ведет к тому, что применяются одни и те же инструменты, используются одни и те же стратегии. И в целом это логично – было бы странно говорить, что при размещении пенсионных резервов

потенциал акций до 31 декабря существует, а при аналогичном размещении накоплений он исчезает.

Помимо общего отношения к характеру данных средств, респонденты подчеркивали и одинаковые принципы работы – что при размещении пенсионных накоплений, что при размещении пенсионных резервов, тем самым еще больше сближающих инвестирование данных типов средств.

Практика ровно та же самая, что и с инвестированием пенсионных накоплений. Здесь все делается, тоже по такой же схеме. Мы договариваемся с управляющей компанией, рассматриваем те же самые инвестиционные программы, формируем их. Соответственно, точно так же они выносятся на совет фонда, точно так же утверждаются.

Ряд респондентов признавал, что смысл в отдельном отношении к пенсионным резервам появляется лишь тогда, когда на эти средства приходится выполнять специфические задачи, связанные, как правило, с поручениями учредителей.

Резервы они используются фондами, как, скажем, стратегический продукт, то есть, они позволяют достигать каких-то своих стратегических целей и разворачивать эти деньги на интересы той или иной группы компаний.

Облигации –
любимый финансовый
инструмент

НЕГОСУДАРСТВЕННЫЕ
ПЕНСИОННЫЕ ФОНДЫ И
КАК С НИМИ РАБОТАТЬ

21

RWM capital
управляющая компания

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА НПФ

Облигации – любимый финансовый инструмент

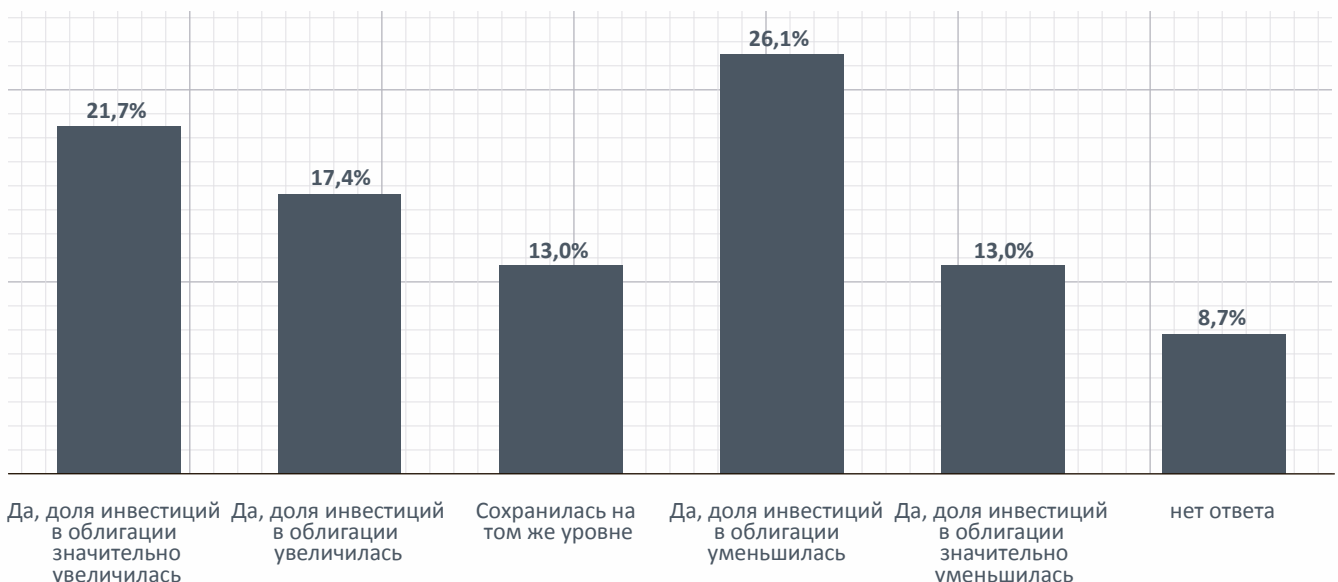
- Котируемые акции – все еще персона нон-грата
- Инвестиции в недвижимость. Интересно, но непонятно
- Прямые инвестиции – инструмент - изгой

В среднем по выборке объем инвестиций в облигации занимает от 21 до 40% в структуре портфеля пенсионных резервов и 61-80% в структуре портфеля пенсионных накоплений.

При этом в последнее время НПФ меняли объем вложений в облигации как в сторону уменьшения, так и увеличения их доли в общем портфеле. Равномерный разброс ответов – как в сторону увеличения, так и в сторону уменьшения, позволяет говорить скорее о коррекции портфеля фондов, нежели о ярко выраженной тенденции.

Доля	Пенсионные резервы,%	Пенсионные накопления,%
Менее 20%	13,0	8,7
21% - 40%	39,1	21,7
41% - 60%	21,7	21,7
61% - 80%	13,0	34,8
81% - 100%	13,0	13,0

Распределение ответов на вопрос: «Наблюдалось ли изменение доли инвестиций в облигации в структуре инвестиций вашего НПФ за последние 3 года», %



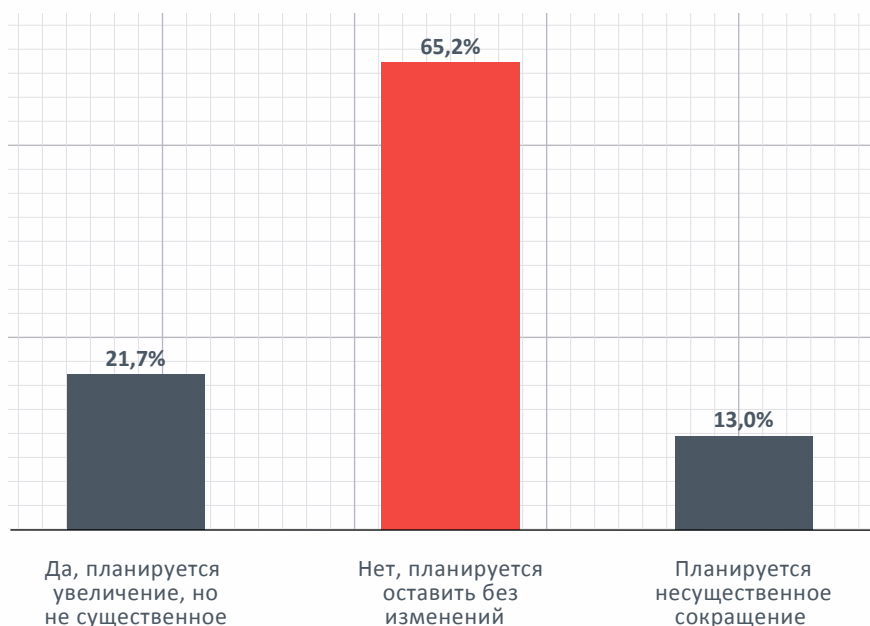
Здесь можно наблюдать интересную закономерность. Крупные фонды в меньшей степени заинтересованы в размещении пенсионных резервов через облигации. В целом – чем меньше фонд, тем в большей степени он уделяет внимание данному инструменту. Это можно объяснить как большими возможностями крупного НПФ, связанными с политикой его учредителей, так и большим штатом и, следовательно, большими компетенциями в иных финансовых инструментах. Потому что при использовании любого финансового инструмента вначале необходимо отстроить собственную систему инвестирования, потом методы контроля, что требует значительных ресурсов.

Текущее распределение облигаций в портфеле называется представителями фондов как оптимальное. Но это не значит, что оно будет неизменным – здесь, вероятнее всего, сказывается нежелание заявить, что «мы сделали что-то неправильно» и в скором времени придется опять менять инвестиционную политику. Как правило, люди считают, что они приняли наилучшее решение из всех возможных в текущих обстоятельствах.

Приобретение облигаций, как менее рискованного, нежели акции, инструмента, не освобождает от риск-менеджмента и тщательного

	Пенсионные резервы		
	Крупные (%)	Средние, %	Малые, %
Менее 20%	42,8	-	-
21% - 40%	42,8	33,3	42,9
41% - 60%	-	33,3	28,6
61% - 80%	14,3	11,1	14,3
81% - 100%	-	22,2	14,3

Распределение ответов на вопрос: «Планируется ли увеличение доли инвестиций в облигации от общего объема инвестиций вашего НПФ в текущем году?», %



отсева эмитентов. Отдельные респонденты особо отмечали, что рынок акций способен восстановиться, а падение стоимости акций не означает уменьшение их количества во владении. В то же время вложения в облигации могут принести и прямые убытки.

По 2008 году народ как раз на облигациях попал конкретно. У тех, кто на акциях сидел, акции, как провалились, так и отросли, а вот кто с облигациями, то конкретно народ лег. Кому могло прийти в голову, что облигации Московской Области вот так себя поведут?

Котируемые акции –
все еще персона
нон-грата

ИНВЕСТИЦИОННАЯ
ПОЛИТИКА НПФ

23

RWM capital
управляющая компания

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА НПФ

- Облигации – любимый финансовый инструмент

→ Котируемые акции – все еще персона нон-грата

- Инвестиции в недвижимость. Интересно, но непонятно
- Прямые инвестиции – инструмент - изгой

В настоящий момент доля акций котируемых компаний в структуре портфеля российских НПФ минимальна как в структуре размещенных пенсионных резервов, так и в структуре пенсионных накоплений. Доля акций российских хозяйствующих субъектов котирующихся на бирже (ОАО) практически у всех НПФ (около 80%) не превышает 20% от совокупного объема – как резервов, так и накоплений.

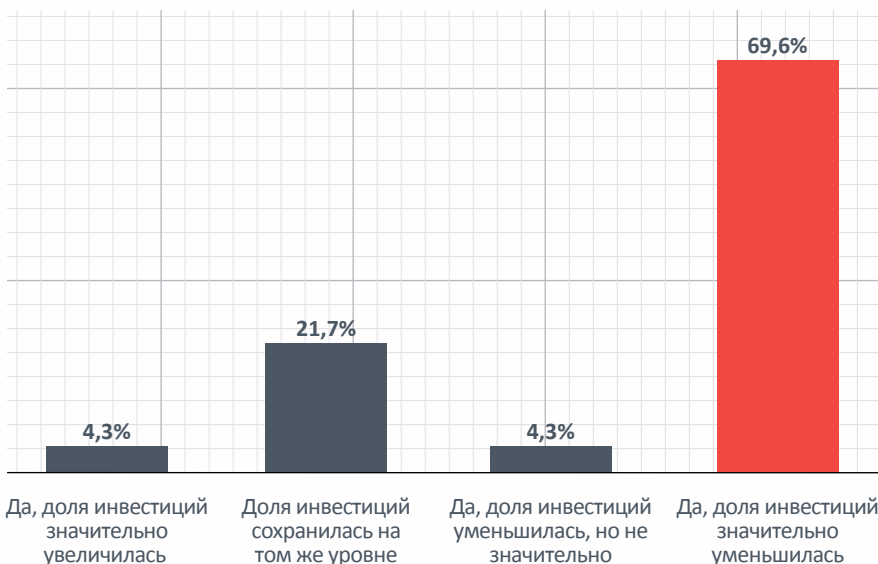
Но так было не всегда. Более чем половина пенсионных фондов сократила свой портфель акций только в последнее время. Подавляющее большинство фондов (16/69,6%) за прошедшие 3 года резко

снизили долю таких акций в своих портфелях, 21% оставили без изменений и только 1 фонд долю таких акций в своём портфеле увеличил.

Различий между пенсионными

фондами, в зависимости от их размера практически нет – соотношение сокративших и оставивших свою долю на прежнем уровне фондов было одинаковым как в крупных, так и в средних и небольших фондах.

Распределение ответов на вопрос: «Наблюдалось ли изменение доли инвестиций в капитал котируемых компаний в структуре инвестиций вашего НПФ за последние 3 года?», %





В настоящее время фонды крайне консервативно и осторожно относятся к увеличению доли акций в портфеле.

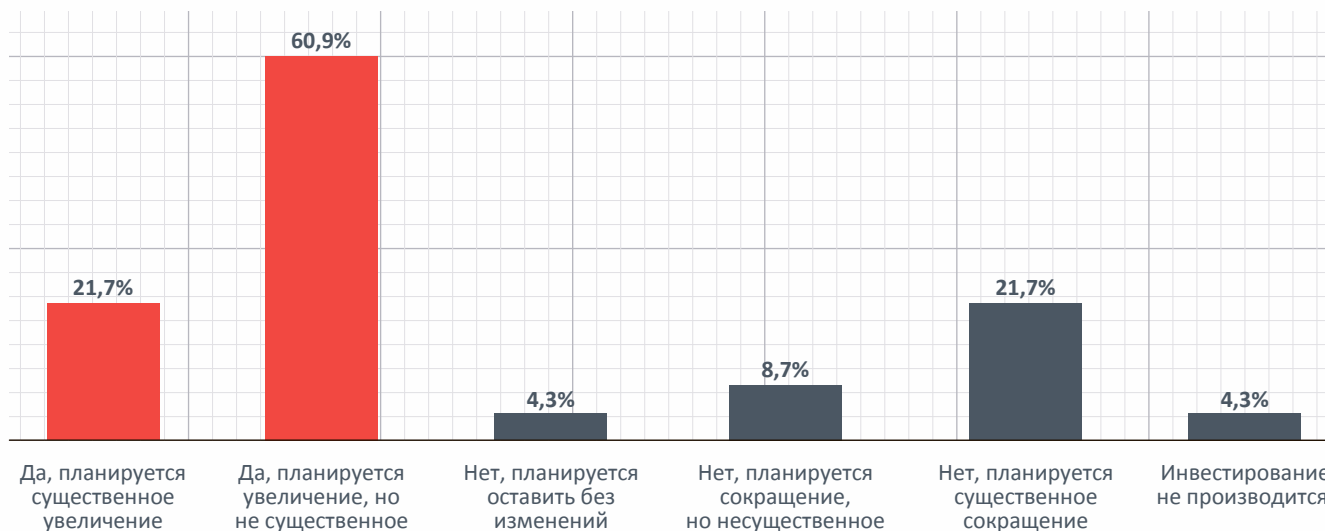
У нас для управляющей компании, указана максимальная доля вложения в акции 5%, но по факту мы пока не будем их давать, по возможности, никому по лимитам. Поэтому основной упор в этом году мы ставим на депозиты и облигации, мы

считаем, что сейчас депозитные ставки очень хороши.

Вместе с тем, существующая ситуация признается алогичной большинством крупных фондов. К ней привели как сложная экономическая обстановка, так и существующее законодательство. Поэтому перспективы данного инструмента, по оценке самих представителей НПФ не столь

пессимистичны. В средне- и даже краткосрочной перспективе большая часть фондов планирует увеличить свой портфель акций, причем часть из них – увеличить значительно: более 80% фондов планируют в той или иной степени увеличить долю акций российских ОАО в своих инвестиционных портфелях (21% - существенно, а 60% - не существенно).

Распределение ответов на вопрос: «Планируется ли увеличение доли инвестиций в капитал котируемых компаний от общего объема инвестиций вашего НПФ в текущем году?», %



ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА НПФ

- Облигации – любимый финансовый инструмент
- Котируемые акции – все еще персона нон-грата

→ Инвестиции в недвижимость. Интересно, но непонятно

- Прямые инвестиции – инструмент - изгой

Основная проблема, которую участники рынка видят в инвестициях в недвижимость можно описать словами «мы не хотим инвестировать в то, что не понимаем». НПФ заточены на работу с классическими финансовыми инструментами. Управляющие компании, как проводники воли НПФ, также работают с финансовыми инструментами. А вложения в недвижимость, с точки зрения представителей НПФ, требуют специальной аналитики и способов управления: «все-таки управление каким-то объектом, офисным зданием или домом, это несколько другое, нежели управление финансовыми активами». Т.е. в рамках инвестиций в недвижимость требуется не простая сделка M&A, а еще и сдача в аренду, контроль над техническим состоянием здания и так далее.

Недвижимость требует за собой определенного мониторинга, внимания, в виде управляющей компании, которая будет этим заниматься, и опять же, необходимо

смотреть, что за объект, насколько он интересен ... для нас гораздо более интересно, на сегодняшний день, размещаться в долговые бумаги. ... То есть, недвижимость это такой достаточно спорный момент, то есть, когда у вас нет какого-то определенного запроса со стороны вкладчиков.

Для того, чтобы заниматься недвижимостью, нужно иметь экспертизу, потому что, если мы говорим про фондовый рынок, он более-менее регулируется и участники, которые выходят на этот рынок, являются крупными промышленными группами, то есть это понятные эмитенты с огромным объемом активов. Когда мы выходим на рынок недвижимости это достаточно маленькие объекты. Вы не можете на уровне кредитного лимита просто ограничить риск по этому объекту, и только имея внутреннюю экспертизу по недвижимости, с учетом реалий России, стоит туда идти.

Сейчас я не могу сказать, что я верю в недвижимость как объект

инвестирования... . Вот у нас фонд имеет компетенцию по фондовому рынку, а компетенции по недвижимости нет и мы тоже должны ее приобретать, без этого выход в принципе рискованный.

Помимо отсутствия компетенций, участники рынка говорят про специфические риски, присущие рынкам недвижимости, в первую очередь, связанные с девелоперскими проектами.

Недвижимость это не только возможная долгосрочная доходность, но это также возможные издержки, связанные не только с поддержанием соответствующего состояния этого объекта недвижимости, с возможными какими-то законодательными проблемами. На московском рынке мы часто встречаем такое, есть примеры, когда отгрохали дом, а потом оказалось, что там по проекту на один этаж меньше и людям не позволили квартиры приватизировать, такие риски существуют.

Отдельным недостатком недвижимости называют ее низкую ликвидность.

Это, все-таки, не акции, где взяли за один день и купили необходимый объем, связанный с тем, что рынок достаточно серьезно просел, а дальше возможно достаточно серьезный отскок – вы вошли и вышли. Что касается недвижимости, вы в нее будете долго заходить и долго выходить.

Около 35% респондентов сообщили, что доля недвижимости в их портфеле составляет 0-10%. Примерно 40% представителей НПФ указали, что они проинвестировали в недвижимость порядка 10-20% от имеющихся у них в наличии пенсионных резервов. У абсолютного большинства фондов (17/73,9%) доля объектов недвижимости в

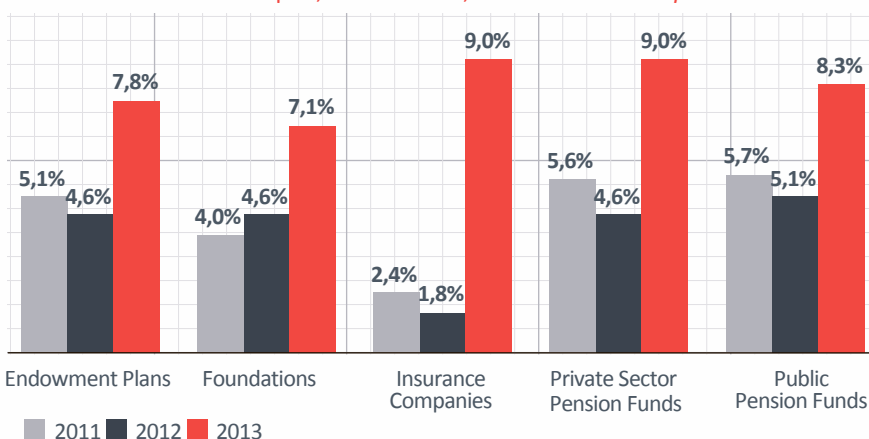
портфеле резервов не превышает 25%. В большей степени в инвестициях в недвижимость заинтересованы крупные фонды, что выглядит логичным с учетом среднего чека на рынке. Малые пенсионные фонды вообще стараются не осуществлять подобных вложений, так как стоимость одного объекта может серьезно перекосить их структуру вложений.

Доля (в %) инвестиций в недвижимость в структуре инвестиций пенсионных резервов НП	Крупные, (%)	Средние (%)	Малые (%)
0%- 10%	28,6	44,4	28,6
11% - 25%	57,1	33,3	28,6
51-% - 75%	14,3	11,1	-
76%-100%	-	-	-
НПФ не осуществляет инвестиции в объекты недвижимости	-	-	28,6

Примерное количество приобретенных объектов недвижимости (включая инвестиции в землю и строящиеся объекты), которые в среднем осуществляются на средства пенсионных резервов в течение одного года также невелико, и колеблется на уровне 1-2 объектов (примерно для 70% респондентов).

Интерес зарубежных пенсионных фондов (и НПФ, и государственных) к инвестициям в недвижимость, напротив, уверенно растет в последние годы. В текущем году доля инвестиций в недвижимость зарубежных НПФ составляет 9% от общего объема средств под управлением против 5% в 2012 году.

Средняя доля инвестиций в недвижимость от общего объема средств под управлением различных классов зарубежных институциональных инвесторов, 2011 - 2013, %. Источник: Preqin



При этом объем вложений российских фондов в недвижимость, в отличие от котируемых акций, остается неизменным на протяжении уже достаточно долгого времени. У

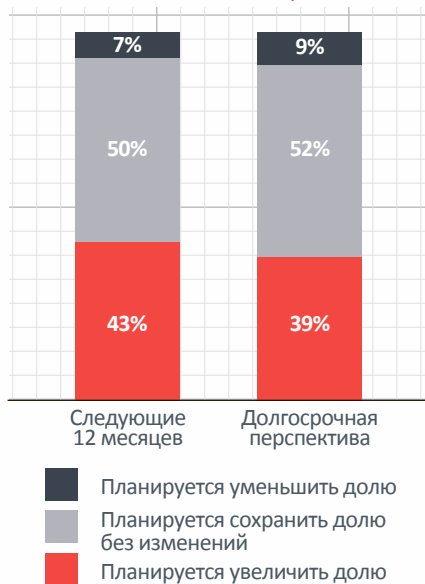
половины фондов (12/52,1%) доля недвижимости в портфеле резервов за последние 3 года не изменилась. 5 фондов увеличили в той или иной степени эту долю, а 3 фонда уменьшили.

Распределение ответов на вопрос: «Наблюдалось ли изменение доли инвестиций в недвижимость в структуре инвестиций вашего НПФ за последние 3 года?», %



В текущем году, в связи с четкой ориентацией на пару «депозиты – облигации», а также, возможно и в среднесрочной перспективе, каких-либо существенных подвижек в объемах инвестиций пенсионных средств в объекты недвижимости не наблюдается. 6 фондов планируют несущественно увеличить долю недвижимости в портфеле

Планы зарубежных институциональных инвесторов по изменению доли инвестиций в недвижимость от общего объема средств под управлением, %.
Источник: Preqin



резервов, а 3 фонда, как ожидается, её существенно сократят.

Стоит отметить, что рост интереса к инвестициям в недвижимость демонстрируют практически все классы зарубежных институциональных инвесторов.

В целом позитивное отношение зарубежных институциональных инвесторов к инвестициям в недвижимость отражают их среднесрочные и долгосрочные планы. Лишь 7% респондентов планируют сокращать долю инвестиций в недвижимость в ближайшие 12 месяцев, в долгосрочной перспективе их доля составляет всего 9%. В то же время 43% респондентов планируют увеличить долю инвестиций в недвижимость, в долгосрочной перспективе их доля составляет 39%.

Поэтому можно констатировать, что наметившаяся в последние годы тенденция по увеличению доли недвижимости в портфелях зарубежных институциональных

инвесторов в будущем будет только усиливаться.

Ряд участников рынка положительно отнеслись к самой идее вложений в недвижимость, подчеркнув, что для пенсионных фондов оправданным вложением может быть только покупка недвижимости, уже генерирующей рентный поток. Более того, высказывались предположения, что данный инструмент можно было бы применять и для пенсионных накоплений, как защищенный от колебаний рынка. Но следует особо отметить, что такой позиции в основном придерживались фонды, у которых в реальности в их портфеле недвижимости не было – т.е. это было скорее доброжелательное любопытство к новому инструменту.

Интересно, что в структуре НПФ нет единого мнения, какой же именно класс активов или сегментов рынка недвижимости является привлекательным для инвестирования. На наш взгляд, это связано не столько с тем,

что какие-то пенсионные фонды предпочитают инвестировать, скажем, в землю, а иные – в объекты жилой недвижимости, сколько с тем, что недвижимость является относительно новым инструментом и фонды скорее просто еще не определились в своих инвестиционных предпочтениях и выбирают «рентные» направления.

Среди наиболее популярных у фондов сегментов недвижимости лидером является «офисная недвижимость» – 52,5% голосов респондентов. Второе место по популярности разделили «жилая недвижимость эконом-класса» и «торгово-развлекательная недвижимость» обе набравшие по 43,5% голосов респондентов.

Аналогично ровное распределение ответов получается и при выяснении стадии, на которой пенсионным фондам было бы интересно начинать заходить в объекты недвижимости, хотя здесь уже можно заметить уклон в сторону

Распределение ответов на вопрос: «Планируется ли увеличение доли инвестиций в недвижимость в структуре портфеля пенсионных резервов вашего фонда в текущем году?», %



готовых объектов недвижимости, которые представляются менее рисковыми вложениями, чем вход на этапе строительства.

Мнения насчёт предпочтительного этапа инвестирования в объекты недвижимости разделились: почти половина опрошенных (47,8%) считают предпочтительной точкой входа в проект этап, когда объект уже готов к эксплуатации, а 26,1% выбирали этап строительства. 17,4% затруднились с ответом.

В интервью респонденты отмечают, что инвестирование в объекты недвижимости является достаточно рискованным мероприятием. Поэтому они, скорее всего, отдадут предпочтение этапу, который уже может гарантировать реальную доходность.

Любопытна сумма, которой фонды готовы рискнуть, вкладываясь в недвижимость. Даже с учетом того, что в нашем исследовании принимали участие как московские, так и региональные фонды, даже с

Распределение ответов на вопрос: «Какие сегменты недвижимости, на Ваш взгляд, наиболее предпочтительны для инвестирования средств институционального инвестора (пенсионного фонда)?», %



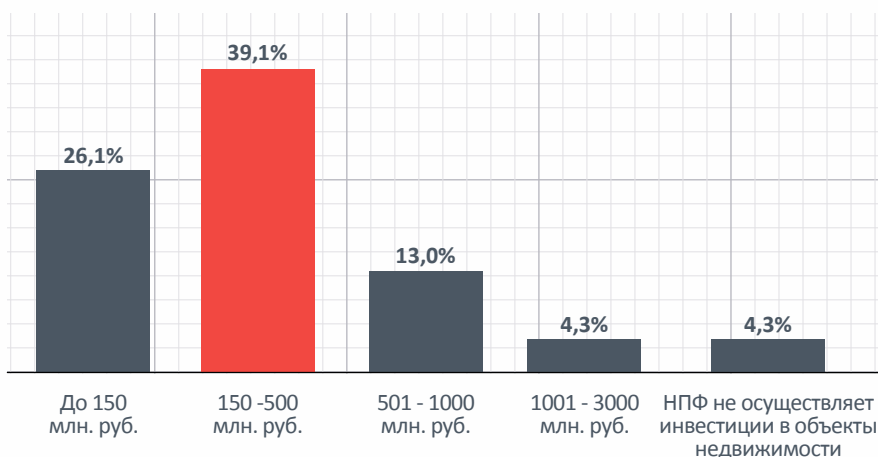
Распределение ответов на вопрос: «Какой этап для инвестирования в недвижимость Вы считаете наиболее оптимальным для институционального инвестора (пенсионного фонда)?», %



учетом не всегда приобретаемой 100% доли, следует отметить, что сумма входного билета, на который готовы «раскошелиться» пенсионные фонды, достаточно мала для рынка недвижимости. Скорее всего, это объясняется, видимой рискованностью сделок и является той долей, которую управляющие фондами готовы выделить на альтернативные инвестиции. Важным является тот факт, что количество малых фондов, инвестирующих в каждый объект недвижимости более полумиллиарда рублей такое же, как и в группе крупных фондов.

Интересно, что отвечая на вопрос о предпочтительной доле в правах на объект недвижимости, фонды достаточно сильно разошлись во мнениях. Так, только 13% заявило о готовности 100% инвестирования, т.е. приобретения объекта целиком, еще примерно 23% выражали готовность приобрести долю свыше контрольного пакета, а около 35% были готовы

Распределение ответов на вопрос: «Укажите, пожалуйста, средний размер инвестиций в один объект недвижимости?», %



приобрести долю менее 50%. Такое распределение ответов может говорить о:

- относительной новизне пенсионных фондов в качестве инвесторов рынка недвижимости, т.к. объекты с разорванным правом собственности таят в себе значительно больше рисков, чем сами инвестиции в недвижимость;
- небольшом объеме средств, которым фонды готовы рискнуть, приобретая инвестиции в недвижимость.

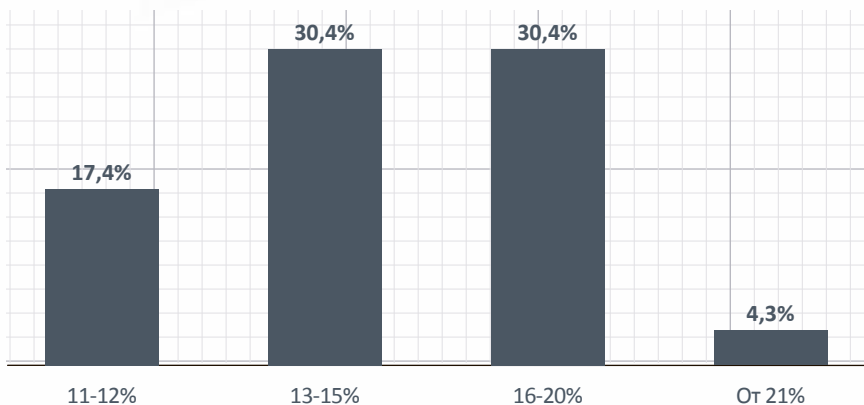
Крайне любопытен и уровень доходности, который участники исследования ждут от инвестиций в недвижимость. Относительное единодушие проявили респонденты в вопросе об оценке приемлемого уровня доходности недвижимости. 2/3 опрошенных указали диапазон доходности 13-20% годовых, 4 фонда готовы довольствоваться 11-12%, но ни один из фондов не готов инвестировать в объекты недвижимости при предполагаемом уровне доходности ниже 10% годовых.

Логике респондентов, пожалуй, можно объяснить следующим образом: доходность, показываемая фондами на пенсионных резервах, составляет около 10%. Если мы говорим об альтернативном и более рискованном инструменте, то доходность, естественно, должна быть выше, закрывая риски фонда. Таким образом, и получаются итоговые 15-20%, выглядящие логично для представителей НПФ.

Требуемый уровень мог бы быть достижим на девелоперских проектах на стадии котлована, но заходить планируется в уже готовые и сбалансированные объекты. Также достаточно загадочно выглядит эта доходность в сравнении с объектами прямых инвестиций – так как является вполне сопоставимой при различных уровнях риска. Т.е. здесь можно говорить скорее об общей планке ожиданий по доходности НПФ в случае осуществления альтернативных инвестиций.

Западные пенсионные фонды пока не очень активно инвестируют в российские инфраструктурные и сырьевые проекты, но проявляют достаточно высокий интерес к российскому рынку недвижимости, несмотря на существующие риски. Привлекательность российского рынка недвижимости для западных НПФ объясняется высоким уровнем доходности и возможностью диверсифицировать свои вложения. До кризиса (2008 года) четверть от

Распределение ответов на вопрос: «Какой, на Ваш взгляд, приемлемый уровень доходности (% годовых) для институционального инвестора (пенсионного фонда) при осуществлении инвестиций в недвижимость?»



общего объема зарубежных инвестиций в российскую недвижимость составляли западные пенсионные фонды, инвестирующие в объекты высокого качества.

В качестве примеров докризисных инвестиций можно привести

- приобретение инвестиционным фондом Ivanhoe Cambridge (контролируется ведущим канадским пенсионным фондом CDP) совместно с инвестиционным фондом Europolis торгового центра «Времена года» в Москве,
- приобретение австрийским фондом Immoeast два ТЦ «Золотой Вавилон» и комплекса "Пятая авеню",
- приобретение австрийским холдингом Meisl European Land части площадей ТРЦ «Парк-Хаус» в Волгограде, Екатеринбурге и Казани.

В среднем инвестиции пенсионных фондов в недвижимость в мире составляют 9-10% от их совокупного портфеля. При этом пенсионные фонды европейских стран с развитыми и стабильными

офисными рынками вкладывают в недвижимость до 13-15%.

Например, Норвежский государственный пенсионный фонд, крупнейший пенсионный фонд в Европе, инвестирует в недвижимость до 15% своих средств.

В последнее время также наблюдается повышение интереса со стороны пенсионных фондов к жилой недвижимости. Этот сегмент рассматривают как объект для инвестиций многие европейские и азиатские пенсионные фонды.

Но для российских пенсионных фондов недвижимость - это рискованный инструмент. С точки зрения инвестиционного рынка в целом это может показаться достаточно спорным утверждением, так как вложения в недвижимость обычно позиционируются как низкодоходные, но и наименее рискованные. Но здесь не учитывается специфика пенсионных фондов в совокупности с российскими реалиями.

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА НПФ

- Облигации – любимый финансовый инструмент
- Котируемые акции – все еще персона нон-грата
- Инвестиции в недвижимость. Интересно, но непонятно

→ Прямые инвестиции – инструмент - изгой

С учетом того что представители НПФ говорят о непонятности и сложности инвестирования на рынке недвижимости, нетрудно представить, насколько негативно выглядят для них инвестиции в капитал некотируемых компаний.

У абсолютного большинства фондов (82%) доля акций российских хозяйствующих субъектов, не котирующихся на бирже, в портфеле пенсионных резервов находится в диапазоне от 0 до 10%. И здесь стоит отметить, что эта цифра значительно ближе к нулю, чем к десяти. Количество приобретений, ежегодно совершаемых в секторе прямых инвестиций, около 65%

оценили как 1-2 входа (или нет входов вообще).

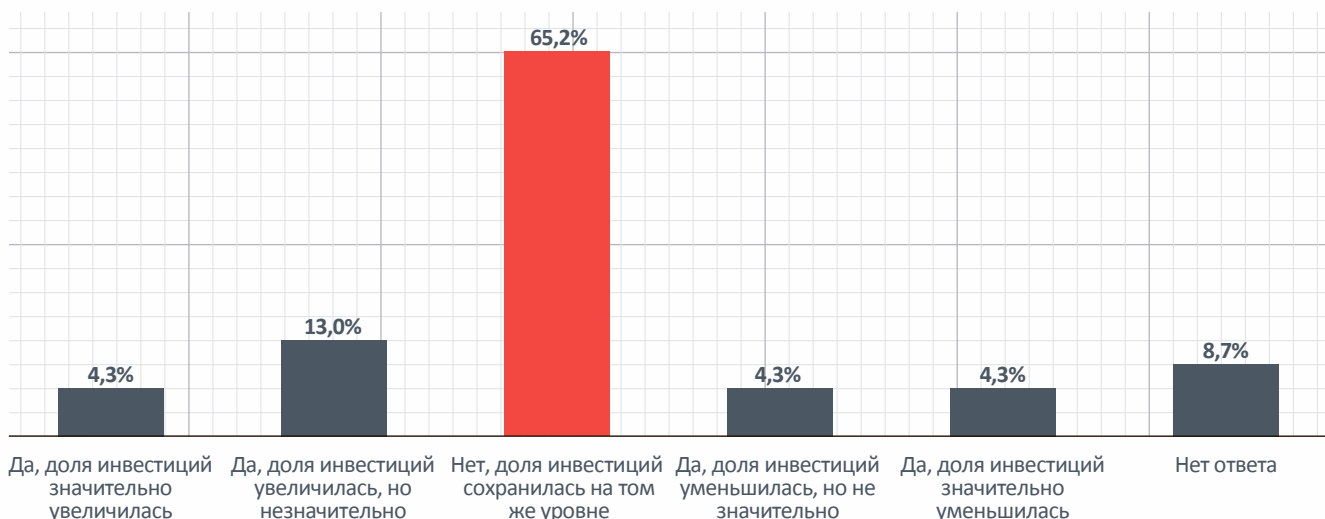
Интервьюер: Вы как профессионалы рынка, как оцениваете эти инструменты? Начнем с не котируемых акций.

Респондент: Плохо я к ним отношусь.

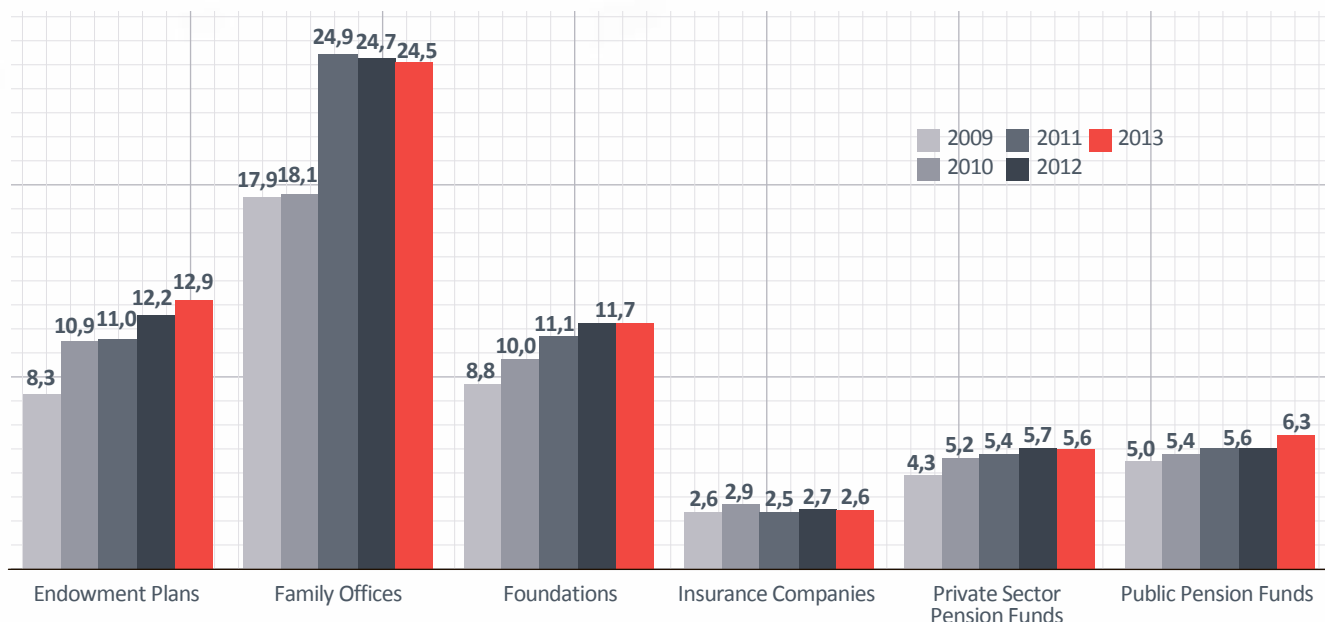
В отличие от инвестиций в акции котируемых компаний, нельзя

сказать, что данная ситуация вызвана финансовым кризисом или чем-то еще. Такое положение сохраняется уже достаточно длительное время. Российские пенсионные фонды, в отличие от западных, практически не рассматривают возможность альтернативных инвестиций, к которым они относят и прямое инвестирование.

Распределение ответов на вопрос: «Наблюдалось ли изменение доли прямых инвестиций в структуре инвестиций вашего НПФ за последние 3 года?» %



Средняя доля прямых инвестиций от общего объема средств под управлением различных классов иностранных институциональных инвесторов, 2009 - 2013, %. Источник: Preqin



Зарубежные пенсионные фонды, как и другие классы зарубежных институциональных инвесторов, сохраняют долю прямых инвестиций в общем объеме средств под управлением практически неизменной на протяжении последних 5 лет. Для зарубежных НПФ эта цифра колеблется в пределах 5-6% от портфеля.

Большинство российских фондов (15/65%) за прошедшие 3 года не изменяли долю таких акций в своих портфелях, лишь несколько игроков (3/13%) немного увеличили их присутствие.

И такое положение сохранится и в краткосрочной, а, скорее всего, и в среднесрочной перспективе – управляющие пенсионными фондами не видят смысла в использовании подобного инструмента. Поэтому в

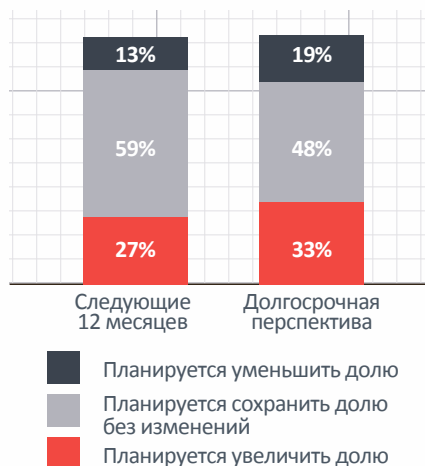
Распределение ответов на вопрос: «Планируется ли увеличение доли прямых инвестиций от общего объема пенсионных резервов Вашего НПФ в текущем году?», %



перспективе доля данного инструмента в портфелях резервов фондов не будет подвергаться глобальной переоценке: около 70% представителей фондов заявили, что не будут увеличивать/уменьшать долю этого инструмента в портфеле.



Планы иностранных институциональных инвесторов по изменению доли прямых инвестиций от общего объема средств под управлением, %.
Источник: Preqin



При этом среднесрочные и долгосрочные планы зарубежных институциональных инвесторов также указывают на сохранение уверенных позиций класса прямых инвестиций в портфелях. В среднесрочной перспективе лишь 13% респондентов планирует сократить долю прямых инвестиций в портфеле, в долгосрочной перспективе их доля составляет 19%. При этом 27% респондентов планирует увеличить долю прямых инвестиций в портфеле в среднесрочной перспективе, в долгосрочной перспективе их доля составляет 33%.

В целом, прямые инвестиции в капитал некотируемых компаний всегда воспринимались как альтернативные инвестиции. И было бы странным ожидать какое-то повышенное внимание к ним, особенно если учесть, что в настоящее время даже акции

Распределение ответов на вопрос: «Укажите, пожалуйста, средний размер инвестиций в капитал одного объекта прямых инвестиций (размер доли в капитале некотируемой компании)?», (%)

Варианты ответа	Всего (%)	Крупные (%)	Средние (%)	Малые (%)
До 100 млн. руб.	39,1	42,9	33,3	42,9
101 - 500 млн. руб.	26,1	28,6	22,2	28,6
501 - 1000 млн. руб.	13,0	14,3	11,1	14,3
1001 - 3000 млн. руб.	4,3	14,3	-	-
От 3001 млн. руб.	-	-	-	-
Нет ответа	17,4		33,3	14,3

компаний, размещенные на бирже и включенные в котировальные списки высокого уровня, не пользуются особой популярностью.

Дальнейшие ответы на вопросы только доказывали настороженное отношение фондов к данному финансовому инструменту. Большая часть НПФ (73,9%) хотели бы

приобретать долю в капитале (в случае прямых инвестиций) меньше 25%. Сумма вложений, комфортная для 40% из них составляет до 100 млн. руб., а еще для 26% - от 100 до 500 млн. руб. Таким образом, позиция, занимаемая здесь пенсионными фондами – «нам не интересен этот инструмент, а если нас заставят инвестировать в него, мы будем стараться



потратить на эту инвестицию как можно меньше денег».

Вместе с тем, и доходность, которую предполагается получить от инвестиций в акции котируемых компаний, представляется не очень высокой.

В отношении вопроса о приемлемом уровне доходности данного инструмента, представители фондов были достаточно объективны и разделялись, скорее субъективным восприятием риска.

34% представителей фондов считают оправданным использование данного инструмента при получении доходности на уровне в диапазоне 11-15% годовых, но всё же подавляющее большинство опрошенных (39,1%) высказались более требовательно и выбрали диапазон доходности 16-20% годовых. Данные требования сложно назвать сверхжесткими, но, в совокупности с настороженным отношением к прямым инвестициям, здесь уместно говорить о том, что представители НПФ знают объективный уровень доходности по данному инструменту.

В целом, отсутствие желания инвестировать в некотируемые акции – это отсутствие доверия. Собственный риск-менеджмент НПФ не в состоянии провести аудит компании, а доверия независимым оценщикам на рынке нет: «мы прекрасно знаем, что весь независимый риск

менеджмент – «кто платит, тот и заказывает музыку», поэтому, несмотря на все эти риск-менеджменты, я бы на подобного рода инвестиции не шла».

Таким образом, соотношение потенциальная доходность /риск выглядит не слишком привлекательным для респондентов. Более того, многие воспринимают прямые инвестиции по аналогии с венчурными проектами – где есть риск не просто просадки стоимости акций, а вероятность потери всей вложенной суммы. Здесь против прямых инвестиций играет и опыт (причем не всегда удачный!) работы с компаниями российского фондового рынка – гигантами, чья финансовая и социальная значимость не позволит им исчезнуть с карты бизнеса России.

Котируемые акции тоже дают мало радости и уверенности в себе, но хотя бы какой-то шанс есть, есть какое-то регулирование, публичность компании. Ты можешь любить-не любить ВТБ, Сбербанк, Газпром, Лукойл, но понятно, что эти компании просто так с рынка не уйдут. То есть, это будет чего-то очень серьезное. Потому что акции, к примеру, упали, а вы что туда в эти акции на два дня, что ли заходили? По любому не скрылись, как отдельные товарищи сделали на рынке.

При этом во всем мире частные пенсионные фонды, наряду со страховщиками и банками

являются основными инвесторами фондов прямых инвестиций. Более того, до 20% пенсионных средств может инвестироваться и в венчурные фонды (финансовый инструмент с наибольшим уровнем риска). Для этого создана вся необходимая инфраструктура – в частности, на Западе существует достаточно удобный и простой механизм участия – правовая форма «инвестиционное товарищество» (general partnership/limited partnership), позволяющая НПФ инвестировать пенсионные средства в инвестиционные проекты без необходимости активного управления. Создание полноценной и развитой инфраструктуры может повысить интерес российских НПФ как к прямым инвестициям, так и к крупным инфраструктурным и сырьевым проектам, развитие которых невозможно без «длинных денег».



→ «ЗАСАХАРИВАНИЕ» РЫНКА

- Взгляд в сторону: инвестиции в инфраструктуру
- Взгляд в сторону: страхование жизни

Фиксированный набор финансовых инструментов используемых для инвестиций как пенсионных резервов, так и пенсионных накоплений, ограниченное число эмитентов – все это приводит к «засахариванию» или, выражаясь более мягко, стабильности рынка.

По мнению участников исследования, крупные и известные управляющие компании не могут разработать слишком уж отличающихся предложений.

Почти у всех всё одинаково, транши идут одинаково, декларации у всех одинаковые. Потому что УК одно время пытались сказать, кто на чем специализируется, но последние 4 года я не слышала, чтобы кто-то на чем-то специализировался.

Какая сейчас управляющая компания может предложить особенную инвестиционную стратегию? Как правило, все предлагают одно и то же только в некой особенной форме, по-разному это излагают.

Интересные же и необычные инвестиционные предложения отвергаются за их рискованность.

Фонды проводят отсев УК, но убираются самые нежизнеспособные, в целом какой-то острой конкурентной борьбы нет. Можно говорить о приближенном пуле фаворитов, который сложился за последние годы и из которого регулярно и выбираются управляющие компании (исключе-

ние составляют связки 1 НПФ – 1 УК, выстроенные в рамках ПФГ). Стабильность отношений внутри связок НПФ – управляющие компании также обусловлена и тем, что для НПФ достаточно трудно наладить эффективную работу с УК за достаточно короткий промежуток времени.

Получается патовая ситуация. С одной стороны – все предложения УК похожи друг на друга. С другой стороны, эта схожесть в предложениях обусловлена позицией самих НПФ, которые придерживаются консервативных и осторожных стратегий. Косвенно это подтверждается и тем интерфейсом, который выстроили НПФ для общения с управляющими компаниями. В качестве наиболее часто используемых каналов при выборе УК около 40% НПФ назвали выборочную рассылку электронных писем управляющим компаниям, еще 30% признали, что они вообще не занимаются распространением информации о проведении конкурсов/ тендеров. Более того, 80,3% от всех фондов, принявших участие в исследовании, заявили, что для контактов нужно пользоваться общим телефоном и общим

электронным адресом на сайте – т.е. не указано даже конкретного лица, к которому нужно обращаться. Сложно говорить о наличии сколь-нибудь дружелюбного интерфейса – фонды выбирают УК сами и, находясь в позиции силы, не озабочены созданием условий для привлечения новых управляющих компаний.

Таким образом, новому участнику рынка заинтересовать существующие, в особенности крупные НПФ, очень сложно, если не сказать невозможно. Позиция фондов «то есть, если их предложение нас заинтересует, это будет нечто такое... но я пока не представляю, что это могло бы быть» приводит к тому, что, учитывая зарегламентированность инвестиционных процессов предложить что-то инновационное в существующих рамках невозможно, а выход за них оценивается как «схематоз» и отпугивает фонды уже по этой причине.

Обратить внимание на новую УК фонды скорее могут в том случае, если у них совпадает и чем точнее, тем лучше, некий общий взгляд на рынок. Т.е. не столько подбор эмитентов и лимиты на

них в данный конкретный момент, сколько именно взгляд на развитие рынка, понимание потребностей и желаний НПФ. Это является важным, потому

что из общего видения рынка и проистекают конкретные стратегии управления, которые потом указываются в офертах. А наличие общего видения дает

уверенность в том, что и конкретные решения также будут приниматься НПФ и УК в едином духе.

«ЗАСАХАРИВАНИЕ» РЫНКА

→ Взгляд в сторону: инвестиции в инфраструктуру

- Взгляд в сторону: страхование жизни

Частные пенсионные фонды во всем мире являются чуть ли ни единственным рыночным инвестором в инфраструктурные проекты. И хотя в основном они отдают предпочтение менее рискованным проектам, которые генерируют регулярный денежный поток (эксплуатация законченных объектов или модернизация существующих), примеры инвестиций на стадии строительства объектов инфраструктуры всё же есть. Среди европейских пенсионных фондов голландские APG и PGGM, датский ATP и британский USS инвестируют в инфраструктурные проекты. В портфелях австралийских пенсионных фондов примерно 5-10% - это инвестиции в инфраструктуру.

С середины 90-х годов основная масса мировых пенсионных фондов выполняет две главные функции: социальную — пенсионное обеспечение граждан

и сохранность их сбережений, а также экономическую — создание долгосрочных инвестиционных ресурсов. В большинстве развитых и ряде развивающихся стран «пенсионные деньги» являются одним из основных источников «длинных денег» для всей экономики, их доля

варьируется от 40 до 90%. Изначально, вложения средств пенсионных фондов в инфраструктуру проводились посредством выкупа недвижимости и паев инвестиционных фондов. Лидерами были пенсионные фонды таких стран как Канада, Дания, Австралия. С появлением инфраструктурных



облигаций, инвестирование пенсионных средств в инфраструктурные проекты стало проходить, в основном, посредством покупки акций и долговых бумаг, как на фондовой бирже, так и напрямую.

Инвестирование длинных пенсионных денег в инфраструктурные проекты также стало довольно популярным во всём мире в середине 2000-х сразу за крахом доткомов и разочарованием инвесторов в «виртуальной» экономике. Исходя из этого, совершенно естественным поворотом событий стал разворот в сторону инфраструктуры, благо правительства многих стран также считали инфраструктуру важнейшей составляющей экономического роста и активно поддерживали индустрию финансирования инфраструктуры за счёт своих гарантий. Особую роль здесь играют частные и государственные пенсионные фонды.

Самыми активными инвесторами являются пенсионные фонды Великобритании, Дании, Канады и Австралии, имеющие долю вложений в инфраструктурные проекты в диапазоне 5-25% стоимости активов, в то время как средняя доля вложений пенсионных фондов в инфраструктуру в мире в целом колеблется в районе 1-3%. Чуть менее половины пенсионных фондов вкладывается в акции инфраструктурных компаний. Примерно такой же процент фондов инвестирует в инфраструктуру через фонды Private Equity. Наиболее смелые и самостоя-

тельные фонды, составляющие в мире примерно 1/10, вкладываются в инфраструктурные проекты напрямую.

Отдельно стоит сказать про зарождающийся инструмент – инфраструктурные облигации. Всеобщее единодушие, с которым его обсуждают властные, законодательные структуры, внешние эксперты, а также СМИ – это хорошо. Но не стоит забывать, что владельцы тех самых длинных денег, которые планируется вкладывать в инфраструктурные облигации – это в первую очередь те самые НПФ-ы. А их восприятие данного финансового инструмента можно оценить скорее как настороженное.

Во-первых, настороженность связана с их длинным сроком обращения. С учетом требований по ежегодной доходности, отдать деньги сроком на несколько десятков лет и нести на себя риски колебания их стоимости выглядит достаточно рискованным.

Во-вторых, фонды настораживает специфика России – где нет специальных институтов развития, ориентированных на подобного рода инвестиционные проекты. В текущей ситуации ни НПФ, ни управляющие компании не в состоянии профессионально оценить инфраструктурный проект, провести его экспертизу.

Кто это будет делать? Явно не управляющая компания и не мы, ни

там, ни здесь нет таких специалистов и поэтому, когда в фондах говорят, что мы сами будем вести этот проект – три «ха-ха». Не верю в это, потому что нет таких специалистов, и это не один человек должен быть и не одной специализации.

В силу этих факторов возрастает и неясность будущего – кто будет отдавать эти средства и чем будет отвечать проект на столь длинной перспективе. Наличие структур, которые могут вести стандартизацию и экспертизу подобных проектов облегчит жизнь всем участникам рынка – в таком случае в подобные проекты смогут вкладываться не только крупные игроки, способные купить экспертизу на стороне, но и небольшие фонды, готовые положиться на экспертизу данной структуры. Т.е. необходима «упаковка» проекта, которые сделает его более понятным для фонда. В противном случае фонды должны будут обрастать дополнительным штатом.

В защиту инфраструктурных проектов можно сказать лишь то, что большая часть вопросов вызывается именно незнанием данных продуктов: «Инфраструктурные проекты вызывают сомнения. Есть ли смысл фонду вкладывать средства в инфраструктурный проект, если с той же степенью надежности можно приобрести облигации, в доходности которых мы будем точно уверены».

«ЗАСАХАРИВАНИЕ» РЫНКА

• Взгляд в сторону: инвестиции в инфраструктуру

Взгляд в сторону: страхование жизни

В рамках нашего исследования мы посчитали любопытным замерить отношение представителей НПФ к относительно новому продукту на российском рынке – страхованию жизни. Выяснилось, что более половины представителей пенсионных фондов в настоящее время не

видят угрозы для себя со стороны компаний, занимающихся долгосрочным страхованием жизни, и только пятая часть фондов обеспокоена потенциальными конкурентами.

Основным преимуществом своих конкурентов участники нашего

исследования считают возможность возвратного финансирования (до 100% от накопленных резервов). Также в числе конкурентных преимуществ назывались: наличие доступа к клиенту, кросс-селлинг и высокая квалификация в сфере продажи услуг.



Распределение ответов на вопрос: «На Ваш взгляд, представляют ли для НПФ угрозу компании, занимающиеся долгосрочным страхованием жизни?»

