

РОССИЙСКИЕ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ИНВЕСТОРЫ И ПРИВАТИЗАЦИОННАЯ ПОЛИТИКА

А.Абрамов, А.Радыгин, М.Чернова

В привлечении инвестиций и для проведения масштабной приватизации при ограничениях, связанных с секторальными санкциями, особое значение приобретают возможности пенсионных и инвестиционных фондов для мобилизации внутренних сбережений. При всех имеющихся ограничениях и недостатках действующие негосударственные пенсионные фонды и паевые фонды под управлением частных компаний обладают значительным потенциалом в решении проблем внутренних сбережений при условии поддержания стабильной макроэкономической ситуации.

В действующих условиях внутренние сбережения граждан являются одним из ключевых источников привлечения инвестиций. Однако для трансформации сбережений граждан в инвестиции необходимо налаживание работы тех финансовых институтов, которые отвечают за обеспечение надежной работы коллективных инвестиций. В разных странах такими посредниками наиболее часто выступают негосударственные пенсионные и взаимные фонды. Как правило, их называют институциональными инвесторами.

За прошедшее десятилетие, начиная с 2005 г., в России наблюдался устойчивый рост сбережений в частных небанковских финансовых организациях (табл. 1). Активы открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов (ПИФов) выросли с 69 млрд руб. в 2005 г. до 131 млрд руб. по состоянию на июнь 2016 г. За этот же период времени еще более значительный рост продемонстрировали активы закрытых ПИФов – с 163 млрд руб. до 2262 млрд руб. соответственно, пенсионные накопления в НПФ – с 2 млрд руб. до 2023 млрд руб., пенсионные резервы в НПФ – с 278 млрд руб. до 1044 млрд руб. Всего за период с 2005 г. по июнь 2016 г. размеры внутренних накоплений граждан в НПФ и частных управляющих компаниях выросли в 11 раз – с 0,5 трлн руб. до 5,5 трлн руб., и достигли 6,8% ВВП.

Таблица 1

РАЗМЕРЫ ПЕНСИОННЫХ НАКОПЛЕНИЙ И ПАЕВЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ
ФОНДОВ ПОД УПРАВЛЕНИЕМ ЧАСТНЫХ УПРАВЛЯЮЩИХ КОМПАНИЙ

	2005	2010	2015	2016 (полугодие)
	Млрд руб.			
Открытые и интервальные ПИФы	69	121	133	131
Закрытые ПИФы	163	336	2249	2262
Пенсионные накопления в НПФ	2	155	1720	2023
Пенсионные накопления в УК	6	20	41	40
Пенсионные резервы в НПФ	278	643	992	1044
Итого	518	1275	5134	5499
	% ВВП			
Открытые и интервальные ПИФы	0,3	0,3	0,2	0,2

Таблица 1, окончание

	2005	2010	2015	2016 (полугодие)
Закрытые ПИФы	0,8	0,7	2,8	2,8
Пенсионные накопления в НПФ	0,0	0,3	2,1	2,5
Пенсионные накопления в УК	0,0	0,0	0,1	0,0
Пенсионные резервы в НПФ	1,3	1,4	1,2	1,3
Итого	2,4	2,8	6,4	6,8

Источник: расчеты авторов по данным Банка России, Росстата, ПФР и НЛУ.

Однако достигнутые объемы внутренних сбережений у институциональных инвесторов являются недостаточными для финансирования инвестиций и экономического роста в стране, а их размеры существенно уступают потенциалу коллективных инвестиций не только в развитых, но и во многих развивающихся странах. Как следует из *табл. 2*, доля в ВВП открытых и интервальных ПИФов в России за 10 лет с 2005 г. по 2015 г. практически не изменилась, составляя всего около 0,2% ВВП. В то же время аналогичный средний показатель по группе крупнейших неевропейских англо-саксонских стран вырос с 70,1% ВВП в 2005 г. до 96,8% в 2015 г.; во всех европейских странах – с 37,7 до 65,1% соответственно; в группе стран «азиатских тигров» – с 20,0 до 45,9%; по группе стран БРИКС – с 9,4 до 14,1%.

Таблица 2

РАЗМЕРЫ ОТКРЫТЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ В РОССИИ И РАЗНЫХ ГРУППАХ СТРАН*, % ВВП

	2000	2005	2010	2015
США, Канада, Австралия	68,7	70,1	84,2	96,8
Европа	34,5	37,7	47,0	65,1
Япония, Республика Корея, Гонконг, Сингапур, Малайзия	13,4	20,0	32,0	45,9
БРИКС	6,9	9,4	13,5	14,1
Остальной мир	2,6	7,0	6,7	5,9
Россия	0,1	0,3	0,3	0,2

*Средний показатель рассчитывался как частное от деления суммарной стоимости чистых активов взаимных фондов по странам на совокупную стоимость ВВП.

Источник: расчеты авторов по данным ICI, WDI Всемирного банка и данным национальной статистики стран.

По размерам пенсионных накоплений, соотнесенных с масштабом экономики, Россия также заметно отстает от большинства стран – членов OECD (*табл. 3*). Несмотря на продолжающуюся третий год с 2014 г. «заморозку» пенсионных накоплений, их общие размеры в России выросли с нулевого уровня в 2005 г. до 4,7% ВВП в 2015 г., в том числе в негосударственных пенсионных фондах – до 2,1%. Вместе с тем это значительно меньше по сравнению со средними показателями доли активов пенсионных фондов в ВВП у стран – членов OECD, которые выросли с 27,9% ВВП в 2005 г. до 37,0% в 2015 г.

Как показано в *табл. 4*, в целом в структуре владельцев большинства финансовых инструментов в России внутренние институциональные инвесторы пока играют скромную роль. Однако в таких финансовых активах как корпоративные и региональные облигации негосударственные пенсионные фонды уже сейчас занимают солидное положение в качестве инвесторов. Доля пенсионных накоплений НПФ в структуре вла-

дельцев корпоративных облигаций выросла с 0,8% в 2007 г. до 11,9% в июне 2016 г.; за тот же период их доля в структуре источников региональных облигаций увеличилась с 2,0 до 10,8%. В последние годы именно НПФ являлись основными драйверами растущего внутреннего рынка корпоративных и региональных облигаций. За период с 2007 г. по июнь 2016 г. капитализация рублевых корпоративных облигаций выросла с 1,3 до 8,4 трлн руб., или в 6,7 раза; стоимость в обращении региональных облигаций – с 0,2 до 0,6 трлн руб. соответственно, или в 2,5 раза.

Таблица 3

ПЕНСИОННЫЕ НАКОПЛЕНИЯ В РОССИИ И СТРАНАХ-ЧЛЕНАХ ОЕСД, % ВВП

	2000	2005	2010	2015
Среднее по всем странам ОЕСД	27,90	27,85	30,60	36,96
В том числе:				
Канада	60,94	63,88	71,42	90,98
Чили		59,89	68,25	69,48
Чехия		3,9	5,76	8,16
Дания		32,0	49,4	74,64
Германия	5,05	9,90	13,72	16,79
Венгрия	2,85	8,42	15,06	4,25
Ирландия		45,2	48,2	43,12
Япония	15,9	30,80	29,20	32,03
Республика Корея		1,8	3,48	8,75
Нидерланды	104,57	114,48	125,23	183,33
Новая Зеландия		11,1	13,4	23,00
Норвегия	6,54	6,72	7,03	10,12
Польша		8,7	15,56	7,97
Швеция	3,92	11,97	17,33	26,57
Швейцария	88,78	96,18	92,53	110,50
США	83,19	86,79	97,11	101,00
Россия – накопления всего		0,85	1,98	4,67
Россия – накопления в НПФ		0,01	0,34	2,13

Источник: расчеты авторов по данным ОЕСД и Банка России.

Таблица 4

ДОЛЯ ИНВЕСТИЦИЙ ПЕНСИОННЫХ И ВЗАИМНЫХ ФОНДОВ В СТОИМОСТИ ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ В РОССИИ

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	6 мес. 2016
Доля ПИФ в активах										
Депозиты в банках	0,90	0,68	0,49	0,22	0,28	0,34	0,61	0,37	0,31	
Корпоративные облигации	0,81	0,61	0,60	0,67	0,61	0,63	1,08	0,72	0,81	
Государственные ценные бумаги	0,01	0,14	0,12	0,10	0,36	0,88	1,08	0,48	1,27	
Региональные облигации	0,00	0,09	0,01	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,01	
Акции	1,03	0,38	0,66	0,63	0,41	0,34	0,26	0,18	0,15	
Доля пенсионных накоплений НПФ в активах										
Депозиты в банках	0,01	0,04	0,15	0,19	0,52	1,18	1,43	1,02	0,87	1,02
Корпоративные облигации	0,81	0,93	1,11	2,52	5,14	5,45	7,61	6,70	10,02	11,93
Государственные ценные бумаги	0,36	0,35	0,50	0,56	0,68	1,16	1,41	1,17	1,29	1,04
Региональные облигации	2,01	1,65	2,20	3,03	5,65	10,72	12,53	12,04	12,51	10,76
Акции	0,02	0,04	0,03	0,04	0,12	0,13	0,21	0,39	0,79	0,83

Источник: расчеты авторов по данным Банка России, Росстата и Московской биржи.

Наоборот, вложения институциональных инвесторов в акции как рискованные активы, остаются умеренными. Доля ПИФов в суммарной капитализации акций российских эмитентов уменьшилась с 1,0% в 2007 г. до 0,2% в 2015 г., а доля накоплений НПФ за тот же период хоть и выросла с 0,02 до 0,8%, однако в целом остается незначительной. При этом в условиях отсутствия заинтересованности внутренних институциональных инвесторов в наращивании инвестиций в акции российских компаний общая капитализация акций в России сократилась с 38,4 трлн руб. в 2007 г. до 31,7 трлн руб. в июне 2016 г., т.е. на 17,5%.

Недостаточный уровень развития институциональных инвесторов в России обусловлен разными факторами. Одним из существенных из них являются низкие показатели доходности портфелей институциональных инвесторов. Как показано в *табл. 5*, за 10-летний период с 2005 г. по 2015 г. средняя доходность портфелей пенсионных накоплений НПФ и наиболее популярных у внутренних частных инвесторов категорий ПИФов уступала инфляции, доходности ОФЗ и смешанных модельных портфелей. Это было обусловлено не только высокими издержками по управлению активами и проблемами в эффективности деятельности институциональных инвесторов, но и, может быть, даже в большей мере низкой доходностью и повышенной волатильностью непосредственно финансовых инструментов, таких как акции, «мусорные» корпоративные и региональные облигации. Высоким оставался уровень инфляции. Однако в 2013–2015 гг. ситуация стала постепенно улучшаться. На 3-летнем периоде ПИФы облигаций стали переигрывать инфляцию, а в 2015 г. этого добились все рассматриваемые нами портфели пенсионных накоплений и открытых ПИФов. Таким образом, в условиях относительно стабильной макроэкономической ситуации, предполагающей умеренный (до 5%) уровень инфляции¹, отсутствия девальвационных скачков и внешних шоков по отношению к бизнесу, портфельные инвестиции НПФ и ПИФов начинают приносить позитивную реальную доходность и становятся привлекательными для массового частного инвестора. Хотя все это, конечно, не исключает, а скорее усиливает необходимость тонкой настройки регулирования деятельности институциональных инвесторов в направлении поддержания конкуренции между ними и повышения эффективности их деятельности.

Таблица 5

СРЕДНЯЯ ДОХОДНОСТЬ ПО ПОРТФЕЛЯМ НПФ, ОТДЕЛЬНЫХ КАТЕГОРИЙ ПИФОВ И БЭНЧМАРКОВ ПО СОСТОЯНИЮ НА 01.01.2016 Г.

	1 год	3 года	5 лет	10 лет
Пенсионные накопления НПФ*	11,16	7,44	5,98	8,29
ОПИФ акций**	28,65	8,51	0,18	5,24
ОПИФ облигаций**	20,99	9,83	8,01	6,23
ОПИФ смешанных инвестиций**	22,05	8,04	2,17	4,84
Индекс ММВБ	26,12	6,10	0,85	5,71
Индекс РТС	-4,26	-20,85	-15,63	-3,89

1 В разных странах пенсионные фонды стабильно приносят позитивную реальную доходность лишь при условии, если годовой уровень инфляции в стране составляет меньше 4,5%. См.: *Абрамов А., Радыгин А., Чернова М., Акшенцева К.* Эффективность управления пенсионными накоплениями: теоретические подходы и эмпирический анализ // Вопросы экономики. 2015. № 7. С. 26–44.

Таблица 5, окончание

	1 год	3 года	5 лет	10 лет
Доходность ОФЗ	11,46	9,11	8,56	8,12
Инфляция	12,9	10,23	8,66	9,51
ММВБ-50%/ОФЗ-50%	18,79	7,79	4,93	9,81
ММВБ-70%/ОФЗ-30%	21,72	7,16	3,35	9,06
ММВБ-30%/ОФЗ-70%	15,86	8,36	6,43	9,71

*Доходность НПФ не очищена от издержек по оплате услуг управляющих компаний, специализированных депозитариев и затрат на содержание НПФ. Доходность за 2005–2008 гг. указана по данным АНПФ.

**Средняя доходность соответствующих категорий ПИФов рассчитана с учетом доходности как действовавших на 01.01.2016 г. фондов, так и ликвидированных в течение 2006–2015 гг.

Источник: расчеты авторов по данным финансовых отчетов УК ПИФов, Банка России и Московской биржи.

В качестве иллюстрации позитивных процессов, происходящих в сфере портфельного управления, на рис. 1 приводятся показатели доходности и риска портфелей разных категорий инвесторов на российском фондовом рынке по данным за 2015 г. Черными точками на графике обозначены потенциальные портфели пенсионных накоплений в НПФ с учетом действующих для них ограничений по составу и структуре разных классов активов (например, вложения в акции не могут превышать 65% от стоимости активов накоплений в НПФ). Светлыми серыми точками обозначено множество портфелей, потенциально доступных для неквалифицированных частных инвесторов. Прямоугольными точками обозначены фактические портфели разных типов и категорий ПИФов в 2015 г., а серым цветом – область потенциальных портфелей ПИФов, которые можно было составить из доступных им активов. Буквы на графике обозначают перечень активов, которые в 2015 г. были доступны для частных инвесторов и НПФ, а именно:

- а – Индекс государственных облигаций России на Московской бирже (МБ);
- b – Индекс Cbonds-Muni;
- с – Индекс корпоративных облигаций на МБ;
- d – Индекс ММВБ;
- e – Индекс цен на недвижимость в Москве;
- f – Ставка по депозитам – источник МВФ;
- g – Ставка по кредиту «овернайт»;
- h – MSCIW orldIndex.

Таким образом, области портфельных решений на примере данных за 2015 г. показывают (рис. 1), каких результатов по доходности и риску могли достигать частные инвесторы, инвестирующие сбережения в разные классы финансовых активов напрямую, а также институциональные инвесторы в лице НПФ и УК ПИФов – с учетом действующих для них ограничений по составу и структуре активов. График показывает, что инвестиции в ПИФы (квадратные точки) потенциально могут существенно расширить возможности портфельных инвестиций как частных инвесторов (серые точки), так и пенсионных накоплений НПФ (черные точки) с точки зрения оптимального сочетания доходности и риска. В то же время устранение искусственных ограничений по структуре и составу портфелей накоплений в НПФ, например, запрета на инвестирование в различные ПИФы или иностранные ценные бумаги, могло бы значитель-

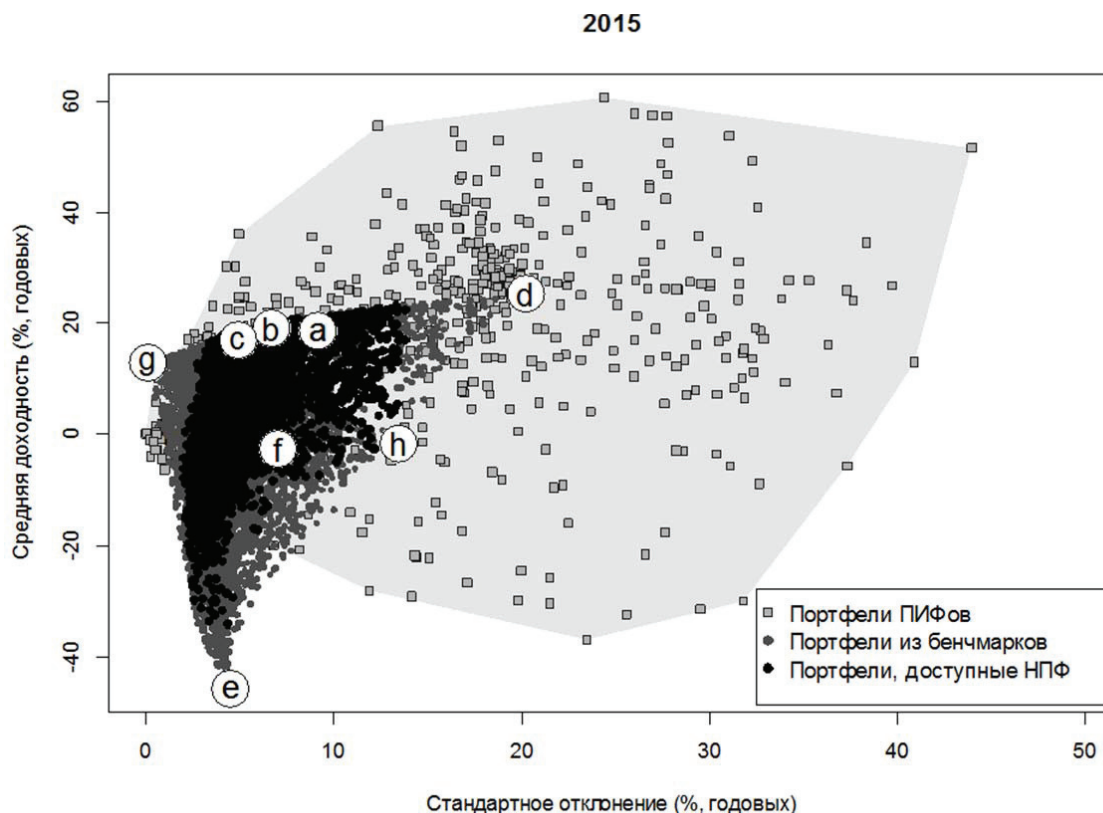


Рис. 1. Множества потенциально возможных портфелей пенсионных накоплений НПФ, ПИФов и частных инвесторов с учетом действующих ограничений по составу и структуре активов для отдельных категорий инвесторов на примере данных за 2015 г.

но повысить привлекательность пенсионных портфелей для участников пенсионной системы¹.

Одним из важных критериев эффективности деятельности институциональных инвесторов является показатель, характеризующий приток новых средств частных инвесторов. К сожалению, «заморозка» пенсионных накоплений в 2014–2016 гг. существенно ограничила приток новых средств в негосударственные пенсионные фонды, что отрицательно влияет на внутренний спрос на акции и облигации. Вместе с тем достигнутая в 2015 г., несмотря на санкции, относительная стабилизация макроэкономической ситуации в российской экономике, привела к тому, что с июля 2015 г. впервые за долгий период наблюдается стабильный приток новых средств инвесторов в открытые паевые инвестиционные фонды (рис. 2). Однако для закрепления данного успеха недостаточно лишь изменения внешних параметров доходности–риска самого рынка. Важно, чтобы сам процесс взаимодействия частных лиц и институциональных инвесторов был бы экономически эффективен и обеспечивал бы доступность для граждан паев разных ПИФов и НПФ. Для этого нужно тонкое регулирование деятельности продавцов инвестиционно-финансовых продуктов, обеспечивающая конкуренцию между ними и их заинтере-

¹ Тема привлекательности взаимных фондов для реализации инвестиционных стратегий пенсионных фондов и частных инвесторов более подробно исследовалась на примере различных стран. См.: Абрамов А., Радыгин А., Акшенцева К. Эффективность паевых инвестиционных фондов: теоретические подходы и опыт России // Экономическая политика. 2015. Т. 10. № 4, август. С. 60–86.

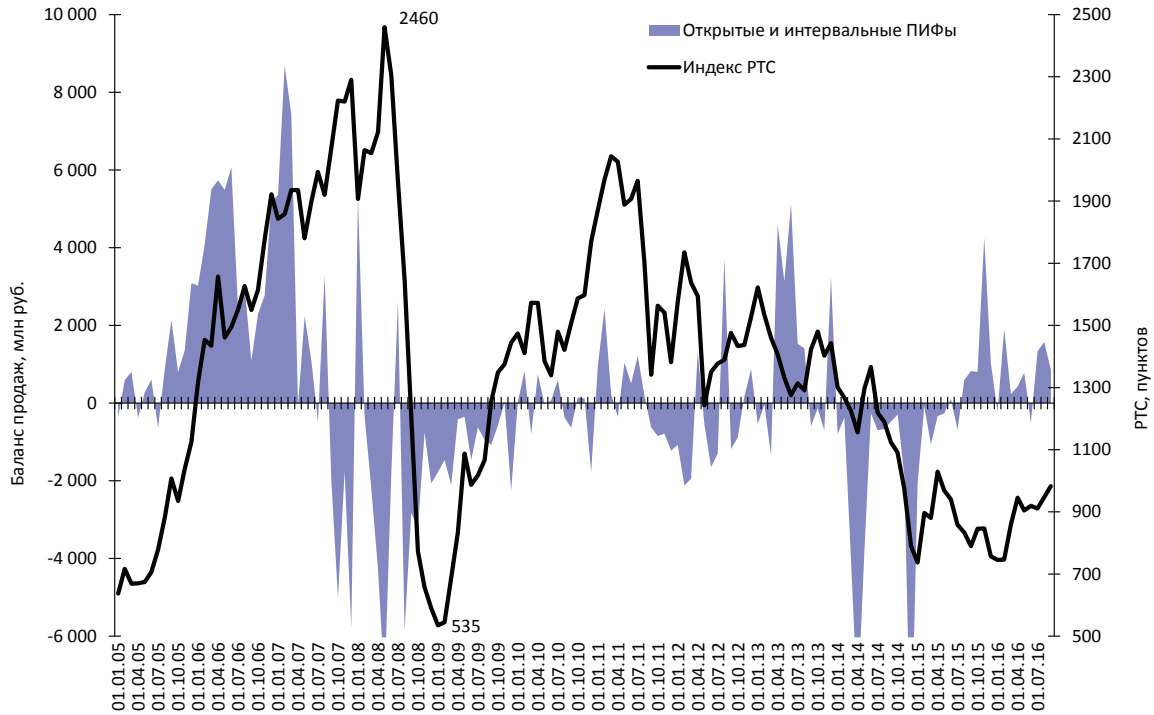


Рис. 2. Потоки денежных средств частных инвесторов в открытых ПИФах в России

сованность во внедрении передовых технологий и методов продаж, в частности переход от модели продаж преимущественно «in-house» продуктов к использованию открытой архитектуры продаж, когда через одного продавца инвестор получает возможность доступа к финансовым продуктам разных производителей.

В качестве ресурса для роста внутреннего фондового рынка в России, прежде всего, необходимо будет рассчитывать на средства внутренних инвесторов. Как показано на рис. 3, поведение частных инвесторов в инвестиционных фондах, инвестирующих в акции и облигации российских эмитентов, существенно отличается. С сентября 2013 г. иностранные частные инвесторы стабильно выводят средства из зарубежных инвестиционных фондов, специализирующихся на инвестициях в акции российских компаний¹. Поведение данной категории инвесторов, как правило, циклично – они вносят новые средства в условиях явной недооценки внутреннего рынка и выводят их при первых признаках девальвации локальной валюты или замедления экономического роста. Однако за последние три года оно совпадает с поведением инвесторов российских ПИФов акций, также ориентированных пока преимущественно на вывод средств. Совершенно иное поведение наблюдается у внутренних российских инвесторов на рынке облигационных ПИФов, где по мере стабилизации макроэкономической ситуации, с начала 2015 г., отмечается заметный приток новых вложений в ПИФы (см. рис. 3). Это свидетельствует о том, что частные инвесторы очень внимательно следят за ситуацией с различными типами финансовых активов и чутко реагируют на позитив-

1 Статистику по данным фондам еженедельно публикует ресурс EPFR. В данном случае подразумеваются иностранные фонды, специализирующиеся на инвестициях в акции российских АО (Russiadedicatedfunds).

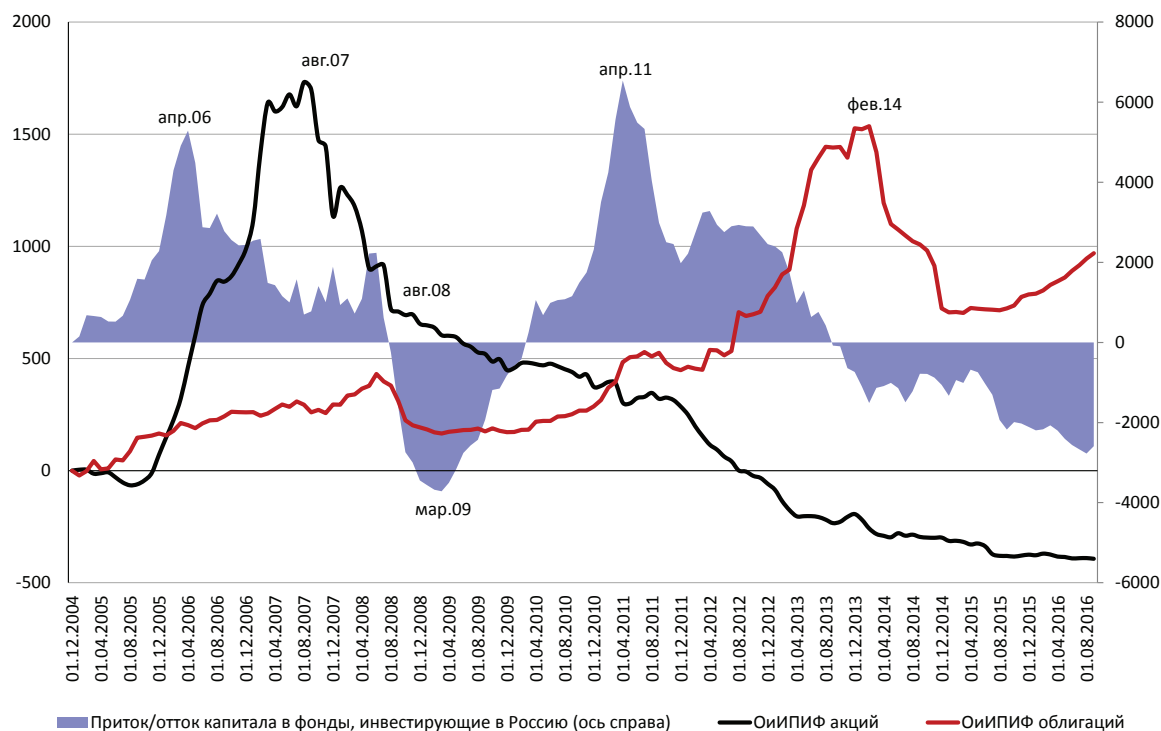


Рис. 3. Сравнительный анализ поведения частных инвесторов в российских ПИФах и иностранных инвестиционных фондах, специализирующихся на вложениях в акции российских компаний, за период с декабря 2004 г. по сентябрь 2016 г. (млн долл., декабрь 2004 г. = 0 долл.)

ные сигналы, связанные с формированием условий для роста доходности вложений и снижения волатильности рынка.

Таким образом, ускоренное развитие внутренних институциональных инвесторов в настоящее время приобретает особо важное значение не только для роста фондового рынка, но и достижения целей экономической политики. Постепенно именно институциональные инвесторы превращаются в ключевых посредников, аккумулирующих долгосрочные внутренние сбережения частных лиц, один из важнейших источников инвестиций. Негосударственные пенсионные фонды и частные управляющие компании, помимо всего прочего, являются перспективными участниками процесса приватизации российских компаний с государственным участием, а также агентами, наиболее заинтересованными в распространении в компаниях лучших практик корпоративного управления.

Если исходить из потенциального развития программы разгосударствления российской экономики, то возникает очевидная проблема дисбаланса стороны предложения (относительно ликвидные ценные бумаги остающихся к приватизации компаний, IPO крупнейших компаний и банков, в том числе в процессе реорганизации госкорпораций и институтов развития, дочерних и зависимых обществ (ДЗО), непрофильные активы, учреждения, казна, прежде всего земля и иная недвижимость, инвестиции в развитие приватизированных активов) и источников финансирования (хотя и возросшие за 5–6 лет, но «связанные» собственные средства предприятий, малодоступные для «рядовых» покупателей в силу дороговизны и коррупционных проблем внутренние заемные средства, ограниченные в настоящее время в силу санкционных мер возможности внешних заимствований, внутренние сбережения населения).

Если попытаться абстрагироваться от любых вариантов участия в приватизации госкорпораций и вертикально-интегрированных структур (ВИС), крупнейших компаний и банков с участием государства (как покупателей, опосредованно имеющих приоритетный доступ к финансовым ресурсам государства), то речь пока может идти прежде всего о международных финансовых рынках. Однако здесь конкуренция национальных правительств, желающих реализовать те или иные проекты приватизации, вновь становится исключительно высокой.

В течение 2012–2015 гг. правительства большинства стран прямо или косвенно инициировали программы разгосударствления активов на сумму 813,25 млрд долл. С января 2009 г. общий объем поступлений от приватизации (с учетом посткризисной реприватизации) превысил 1,3 трлн долл., что гораздо больше, чем за любой сопоставимый период со времен М. Тэтчер, открывшей дорогу современной эре приватизации в 1979 г.¹ Новые приватизационные планы затрагивают страны практически всех регионов мира, хотя цели могут заметно различаться: стратегические и/или структурные соображения, чисто тактические шаги, (идеология, средство пополнения бюджета), задачи повышения эффективности экономики и др.

Высокая конкуренция (санкционные ограничения) на международных финансовых рынках и дефицит внутренних финансовых ресурсов может обусловить возврат к псевдоприватизации (через госкомпании и банки). Отсюда следует вывод о зависимости успешной политики разгосударствления от целого комплекса решений, лежащих в области системного развития институциональной среды, инвестиционного климата и финансовой системы России. В первую очередь речь идет о «моратории» на разрастание госсектора, ослаблении ограничений для иностранных инвесторов в стратегических секторах, гарантиях прав собственности и правоприменении в целом, стимулировании внутренних долгосрочных источников инвестирования, в том числе институтов коллективного инвестирования и биржевых технологий. Понятно, что стимулирование развития институциональных (коллективных) инвесторов так же зависит от общего институционального окружения, как и эффективное разгосударствление.

С точки зрения перспектив развития российской модели корпоративного управления, внутренние институциональные инвесторы могли бы стать важным «игроком» в советах директоров (наблюдательных советах) не только частных акционерных обществ, но и в компаниях с государственным участием (КГУ), так называемом «стратегическом ядре», потенциально остающемся в собственности государства. Для указанных компаний в настоящее время типична модель максимизации государственного интереса (как краткосрочного, так и долгосрочного) со всеми издержками мажоритарной модели корпоративного контроля, включая дискриминацию миноритарных акционеров и соответствующие слабые стимулы для выхода на открытые финансовые рынки. Представляется, что именно институциональные инвесторы могли бы выступить «согласующим звеном» в модели «позитивного конфликта» (долгосрочные стратегические интересы государства – краткосрочные коммерческие интересы миноритариев) в модифицированной системе координат

1 Данные Privatization Barometer 2014–2015 гг. (www.privatizationbarometer.net).

«влияние – независимость – информированность». В этом смысле институциональные инвесторы являются не только драйверами привлечения внутренних инвестиций, но и повышения эффективности деятельности компаний реального сектора экономики. ●