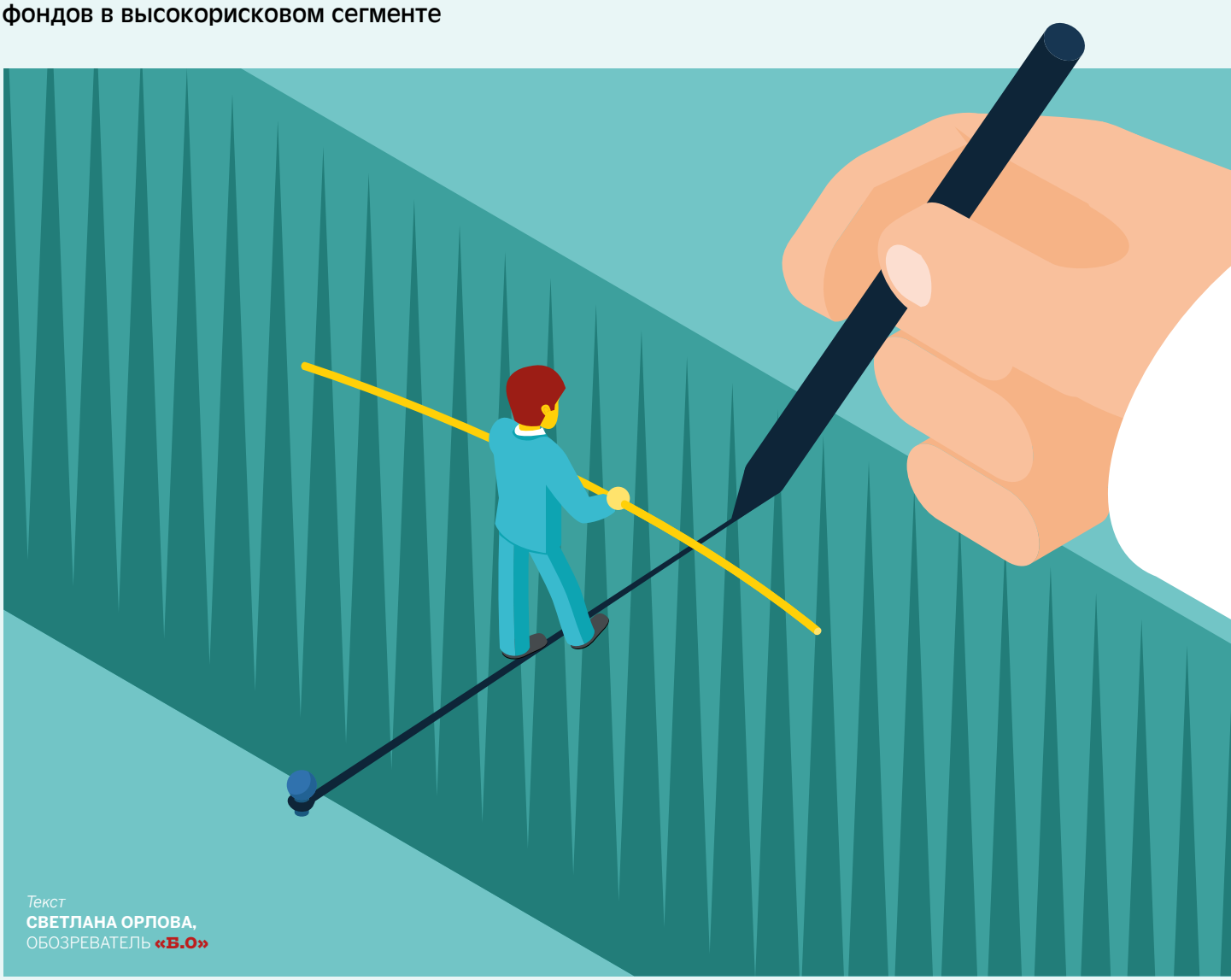
Без права на риск

НПФ восприняли без энтузиазма стремление загнать их на рынок акций

Негосударственные пенсионные фонды (НПФ) хотят стимулировать для вложений в акции: власти рассматривают «советы» и гарантии для этого. Однако инвестиционная стратегия индустрии НПФ уже сформирована, и там особого места долевым бумагам нет. На это повлияли полученный фондами опыт, созданные регуляторные условия и даже возраст их клиентов. Поэтому участники рынка весьма скептически оценивают перспективы таких инициатив, указывая на фундаментальные причины низкой инвестиционной активности фондов в высокорисковом сегменте



Текст
СВЕТЛАНА ОРЛОВА,
ОБОЗРЕВАТЕЛЬ **«Б.О»**

Фондам укажут путь

В дискуссии о развитии российского фондового рынка (о повышении его капитализации, улучшении условий по выходу компаний на первичное публичное размещение), состоявшейся в середине мая на встрече главы государства с членами «Деловой России», **Владимир Путин,** посмотрев в лежащие перед ним документы, заявил, что негосударственным пенсионным фондам, т.е. «компаниям, которые держат… немаленькие деньги наших пенсионеров, сложно разобраться подчас» в том, как инвестировать в акции. Поэтому он предложил ЦБ, правительству и своей администрации помочь этим фондам «разобраться»: «выработать какой-то инструмент, который мог бы давать… мягко скажем, советы какие-то» в их инвестиционной деятельности относительно вложений в акции. Также, по его словам, нужно «изобрести» какие-то «механизмы», которые позволили бы в рамках таких инвестиций НПФ государству «брать на себя какую-то часть риска».



«Это значит, что гарантии какие-то должны быть», — уточнил Владимир Путин в ответ на чье-то замечание.

«Безусловно, приступим к его (поручению президента. — *«Б.О»*) реализации», — буквально спустя два дня бодро рапортовал директор департамента финансовой политики Минфина **Алексей Яковлев** (цитируется по агентству «ПРАЙМ»). Правда, какие «инструменты» и «механизмы» должны быть созданы, пока из его слов не очень понятно. «Как к этому подойти, мы пока думаем», — отметил чиновник и обрисовал свое ви́дение пожеланий: «Здесь речь идет, как мы это понимаем, о расширении возможности для пенсионных фондов вкладывать средства, делать это безопасно, но при этом давать, возможно, где-то большую доходность своим вкладчикам».

На той же встрече с членами «Деловой России» председатель Банка России **Эльвира Набуиллина** напомнила позицию регулятора: с вложениями НПФ в акции надо быть осторожными: «Мы [здесь] еще более жесткие, чем по отношению к банкам, потому что это сохранность денег будущих пенсионеров». Впрочем, как указала она, осторожные движения по либерализации вложений пенсионных фондов в акции делаются.

«Мы, кстати… смягчили требования для участия НПФ в IPO… В этом году планируем предусмотреть увеличение лимита на активы с повышенным уровнем риска и расширить возможности по покупке акций не из индекса Мосбиржи», — указала Эльвира Набиуллина. То есть, по ее словам, к расширению инвестиционных возможностей ЦБ готов двигаться, но это должно быть осуществлено «аккуратно», с пониманием того, что «здесь… управление, которое связано с деньгами будущих пенсионеров».

Фондам по акции

Давление на ЦБ с тем, чтобы подтолкнуть НПФ к инвестициям в акции, оказывается уже несколько лет. Наверное, самым активным пропонентом этой идеи является президент саморегулируемой организации (СРО) НАУФОР — лоббиста профессиональных участников фондового рынка (брокеров, управляющих компаний и т.п.) — **Алексей Тимофеев,** который заинтересовался этой темой в 2021 году. Именно к этому времени относятся первые упоминания об излишней зарегулированности НПФ в официальных документах НАУФОР (см., например, совместный доклад лоббиста с РАНХиГС (Российской академией народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации) или отзыв на подготовленные ЦБ основные направления развития финансового рынка до 2024 года), а также первые же публичные заявления Алексея Тимофеева. Сразу после заявления Владимира Путина он не преминул вновь поднять эту тему. Упомянув, что НПФ на данный момент инвестируют лишь 6% пенсионных накоплений и 9% резервов в акции, глава НАУФОР привел вырванную из общего контекста статистику о том, что «в мире принято инвестировать около 30% активов НПФ на рынке акций». «Нам не хватает НПФ как институциональных инвесторов на рынке ценных бумаг, в первую очередь на рынке акций», — заявил он.

По его мнению, причины здесь в основном регуляторные: во-первых, это стресс-тестирование («в случае с НПФ закон предусматривает, что в результате негативного стресс-тестирования фонд может быть объявлен несостоятельным»), во-вторых, «пятилетняя безубыточность», то есть обязательство фондов обеспечивать как минимум нулевую доходность на пятилетнем периоде («это… полностью исключает инвестиции в акции: этот рынок гораздо более непредсказуем, чем рынок облигаций») и, наконец, «фидуциарная ответственность» («когда сотрудники ЦБ оценивают инвестиционные решения негосударственных пенсионных фондов»).

Ответ регулятора

ЦБ никогда не согласится с тем, чтобы развитие рынка акций происходило «за счет повышения риска для будущих пенсионеров», парировала Эльвира Набиуллина: «Мы помним прекрасно и проходили все вместе с вами, скажем мягко, наведение порядка в НПФ, когда пенсионные фонды брали на себя достаточно много риска. И те механизмы, от которых вы предлагаете отказаться, — это как раз страховка для того, чтобы не вернуться в эту ситуацию».

Хотя в последние несколько лет (с начала 2020 года) доля вложений пенсионных накоплений в акции колеблется в диапазоне 5,2–7,1%, а доля пенсионных резервов находится в пределах 9,1–11,3%, Алексей Тимофеев не учитывает инвестиции НПФ в акции, сделанные через паевые инвестиционные фонды (ПИФы). Например, через ПИФы в пенсионных фондах хранятся крупные инвестиции в Газпромбанк, Севергазбанк или ВТБ.

Но председатель регулятора говорила не об этом, она напоминала о не столь давних событиях. На середину 2017 года в инвестициях в акции (не считая ПИФов) было сконцентрировано 17,8% пенсионных накоплений, а в резервах — 22,5%, т.е. показатели были весьма близки к целевые ориентирам НАУФОР. При этом большинство таких вложений приходилось на так называемые стратегические инвестиции, то есть вложения, которые сделаны не с главной целью получения доходности для клиента НПФ, а прежде всего в интересах владельцев пенсионных фондов. Были даже созданы специальные механизмы, чтобы параметры акций сохранялись на уровне, необходимом для возможности инвестиций в них НПФ, сообщал ЦБ.

Именно в середине 2010-х годов НПФ стали одним из элементов «московского пенсионно-банковского кольца» (см. интервью Эльвиры Набиуллиной «Ведомостям»), которое ЦБ разрубил в 2017 году, санировав несколько крупнейших частных финансовых групп. Именно в качестве ответа на подобные действия ЦБ ввел определенные защитные механизмы, против которых, в частности, выступает НАУФОР: стресс-тестирование портфелей НПФ и их фидуциарную ответственность, то есть обязательства совершать сделки на наилучших доступных условиях.

Впрочем, «стратегические инвестиции» НПФ не исчезли из повестки даже после разрушения «московского пенсионно-банковского кольца» и введения защитных механизмов. О подобной практике напоминают, например, вложения НПФ «Газфонд» и «Газфонд Пенсионные накопления» в акции ВТБ в ходе состоявшейся в 2023 году допэмиссии банка. Об этом писало издание Frank Media. Однако новые меры значительно осложнили подобные инвестиции.

Фонды сомнений

Регуляторы обратили внимание на НПФ как на возможного благонадежного инвестора в акции лишь после 2022 года, когда в Россию был ограничен приток иностранных инвестиций и задача фондирования компаний была перенесена на отечественный капитал. Из этого, в частности, вырос тезис о необходимости повышения капитализации фондового рынка к 2030 году до 66% ВВП (эта задача была поставлена Владимиром Путиным в начале 2024 года).

Во-первых, в НПФ сконвертированы весьма значительные средства — 3,4 трлн рублей в пенсионных накоплениях и 2,3 трлн рублей в пенсионных резервах (на конец первого квартала 2025 года, потенциально к ним могут прибавиться 2,6 трлн рублей пенсионных накоплений из Социального фонда России), а во-вторых, НПФ остались одними из немногочисленных институциональных инвесторов после того, как с российского фондового рынка ушли иностранцы.

ЦБ в прошлом году, по сути, снял заградительные требования к участию пенсионных фондов в IPO. Банк России планирует также отменить часть требований к структуре и составу активов фондов, в том числе снять существующие лимиты на вложения в акции (40% — для «голубых фишек», т.е. бумаг из индекса Мосбиржи и первого котировального списка), а также расширить возможность для инвестиций фондов во второразрядные акции, увеличив при этом требования к стресс-тестированию, писало издание Frank Media.

Впрочем, эффект от этих мер не столь очевиден: например, несмотря на наличие заградительных требований, фонды при желании могли участвовать в IPO с помощью разных схем и даже в 2024 году делали это, но выкупали меньше 1% всего объема размещения. Об этом рассказывала директор департамента инвестиционных финансовых посредников ЦБ **Ольга Шишлянникова.** А лимиты на инвестиции в акции далеко не выбираются.

По-видимому, все-таки таких регуляторных мер для увеличение вложений фондов в акции недостаточно. В интервью Frank Media куратор пенсионного бизнеса ГК «Регион» (в ее НПФ сконцентрировано около 1 трлн пенсионных средств) **Галина Морозова** называла две проблемы: недостаточное раскрытие информации эмитентами после 2022 года и узость российского рынка акций, когда НПФ не может создать себе позицию, не «двинув» серьезно цену бумаги.

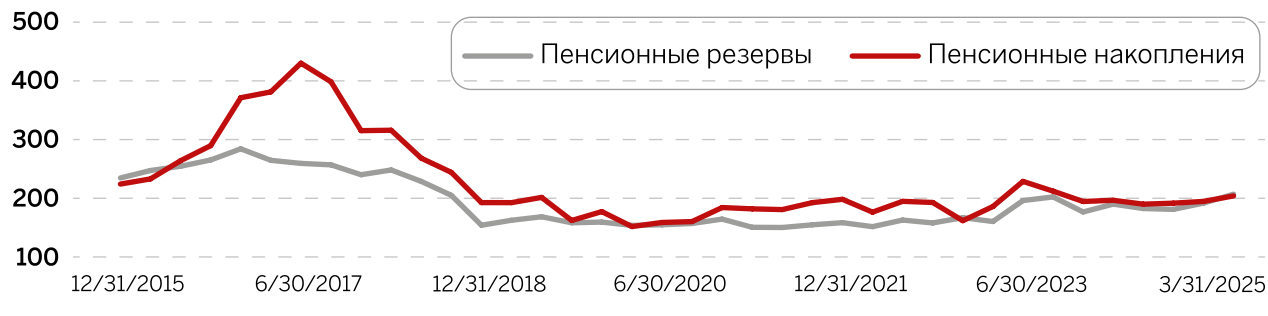
Нарастающая динамика выплат, необходимость показывать безубыточность на разных периодах — все это также влияет на нежелание НПФ связываться с акциями, пояснил «Б.О» на правах анонимности один из топ-менеджеров крупного пенсионного фонда. Значительная часть ежегодного вознаграждения рыночных УК, работающих с НПФ, да и самих фондов привязана к годовой доходности.

«"Пересиживать" долгую рецессию в акциях без дохода проблематично», — рассказал заместитель гендиректора УК «ААА Управление капиталом» **Вадим Сосков** (цитируется по изданию «Деловой Петербург»). «Инвестиции в акции… приводят к риску возмещения рыночных колебаний за счет прибыли фондов, даже при условии восстановления цен. В результате НПФ стремятся выполнить бенчмарки по краткосрочной доходности, часто в ущерб долгосрочным стратегиям», — отметили в компании «Совкомбанк Страхование» (в группу с ней входит НПФ «Совкомбанк»).

Без госинтереса

Вряд ли помогут устранить эти факторы и предложения Владимира Путина. Инструмент, который мог бы давать какие-то

ВЛОЖЕНИЯ ПЕНСИОННЫХ СРЕДСТВ НПФ В АКЦИИ, МЛРД РУБЛЕЙ



ДОЛЯ ОТ ПОРТФЕЛЯ, %



советы для инвестиций в акции, фондам не нужен. «За десятилетия работы с накоплениями НПФ нарастили компетенции в управлении ими и могут делать это частично или полностью самостоятельно. Однако фонды также могут выбрать УК с соответствующей компетенцией и передать средства ей в доверительное управление», — объяснила портфельный управляющий департамента по управлению инвестициями НПФ «Альфа» **Мария Потапова.**

«Сегодня любая сделка по вложениям средств предпринимается после глубокого анализа всех параметров сделки с учетом соотношения возможных рисков и будущих доходов», — добавил президент пенсионного лоббиста, Национальной ассоциации негосударственных пенсионных фондов (НАПФ), **Сергей Беляков.** «Подобный инструмент не нужен», — говорят и в НПФ «ВЭФ.Жизнь»: «Крупные финансовые компании и банки, работающие на фондовом рынке, постоянно дают рекомендации своим клиентам по вариантам инвестирования (в том числе по акциям). Рекомендации на уровне государственных структур по негосударственным ценным бумагам будут помещать эмитентов в неравные конкурентные условия».

Не устранив фундаментальные причины отсутствия интереса НПФ к акциям, государственные гарантии смогут лишь частично стимулировать фонды обратить внимание на этот инструмент. «Это может привести к увеличению доли вложений в рисковые и потенциально более доходные активы, так как часть риска перекладывается на государство. Но нужно больше подробностей о возможностях и механизмах государственного гарантирования, чтобы оценить их эффективность», — считает портфельный управляющий УК «Первая» **Михаил Цагарели.**

«Для стимулирования участия НПФ в IPO можно предусмотреть такой простой, прозрачный и эффективный способ государственной поддержки: НПФ участвует пенсионными средствами в IPO, а государство обязуется, например, через три года выкупить эти акции по цене не ниже цены IPO — такой своеобразный put-опцион на акции», — предположила руководитель службы управления рисками НПФ «Альфа» **Светлана Ткаля.**

«Возможно создание списка системно значимых эмитентов акций, на которые будут распространяться госгарантии (что поможет снизить их кредитный риск. — «Б.О»)», — полагают в НПФ «ВЭФ.Жизнь». При этом, по словам представителя фонда, это будет иметь ограниченное влияние на инвестиционную привлекательность вложений в акции, «поскольку рыночный риск при инвестировании в акции, как правило, выше кредитного риска».

Само регулирование направлено «на достижение [НПФ] гарантированной доходности, сопоставимой с депозитами», подчеркнули в СК «Совкомбанк Страхование»: «Задача НПФ — наиболее эффективно использовать доступные инструменты инвестирования в интересах участников и вкладчиков, формируя инвестиционную стратегию с учетом рыночной конъюнктуры на определенный горизонт инвестирования и с приемлемым уровнем риска». «Акции же, как инструмент волатильный и, по сути, не предполагающий гарантированного дохода, не всегда соответствуют заявленной задаче НПФ, поэтому наращивание объемов вложении НПФ в акции не может рассматриваться как самостоятельная задача», — пояснил представитель компании. **Б.О**