

## ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ИНВЕСТОРЫ - ПРИВЛЕЧЕНИЕ СРЕДСТВ В ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ПРОЕКТЫ И ЧЕЛОВЕЧЕСКИЙ ФАКТОР

INSTITUTIONAL INVESTORS -  
INFRASTRUCTURE PROJECTS FUNDS  
RAISING AND HUMAN FACTOR

*E. Valishin  
M. Valishina*

### Annotation

The authors consider the Russian multi-level pension system in terms of attracting funds to infrastructure projects, analyze Russian national practice and its specifics, the possibilities of changes at present and their consequences, the article discusses issues related to pension savings and the possibilities for their use as investments in infrastructure projects. The authors analyze the results of a study of the attitude of the population towards pension programs, as well as the circumstances of employees' participation in these programs, the model of attracting pension funds' money to infrastructure projects.

**Keywords:** prerequisites for choosing a pension model, pension funds, behavioral factors (causes) of irrational behavior in financial savings, infrastructure projects.

*Валишин Евгений Николаевич*

*К.псх.н., доцент,*

*Финансовый Университет*

*при Правительстве РФ, г. Москва*

*Валишина Мария Евгеньевна*

*Финансовый университет*

*при Правительстве РФ, г. Москва*

### Аннотация

Авторами рассматривается российская многоуровневая пенсионная система с точки зрения привлечения денежных средств в инфраструктурные проекты, анализируется национальная российская практика и ее специфика, возможности изменений в настоящее время и их последствия, в статье рассматриваются вопросы, связанные с пенсионными накоплениями и возможностями их использования, в качестве инвестиций в инфраструктурные проекты. Авторами анализируются результаты исследования отношения населения к пенсионным программам, а также обстоятельства участия работников в данных программах, модель привлечения денег пенсионных фондов в инфраструктурные проекты.

### Ключевые слова:

Предпосылки выбора модели пенсионного обеспечения, пенсионные фонды, поведенческие факторы (причины) иррационального поведения при финансовых сбережениях, инфраструктурные проекты.

Сегодня негосударственные пенсионные фонды (НПФ) РФ становятся новыми инвесторами в инфраструктуру России. Необходимо отметить, что модель привлечения пенсионных денег в инфраструктуру уже давно проверена на практике зарубежных НПФ. Уже сегодня Банк России совместно с Минфин РФ подготовил механизм направления средств НПФ на финансирование долгосрочных инвестиционных проектов. Модель привлечения денег пенсионных фондов работает в таких направлениях как транспорт, в жилищно-коммунальном хозяйстве и в социальной сфере. Однако сегодня одним из важных вопросов стал вопрос о возвратности инвестиций НПФ в концессионные проекты. Как правило, он формируется тремя способами: путем прямой оплаты услуг потребителями, путем оплаты услуг через тариф или за счет бюджетных обязательств. Как известно срок окупаемости инвестиционных проектов длительный и институциональные инвесторы обладают долгосрочным инвестиционным капиталом и готовы вкладываться на весь срок окупаемости инфраструктурного проекта. Это свя-

зано прежде всего с необходимостью формирования устойчивого долгосрочного денежного потока для выполнения своих обязательств в будущем. Таким образом, в 2016 году на долю активов негосударственных пенсионных фондов (НПФ) а также застрахованных лиц пришлось большее количество чем в Пенсионном фонде России ПФР. По мнению аналитиков, ПФР РФ за 2017 –2020 годы ждет значительный дефицит средств и составит 5% в год. В то же время у НПФ произойдет замещение существующих банковский активов на сумму 350 миллиардов рублей, акциям и облигациям. С 1 июля 2018 года НПФ по решению ЦБ РФ, должны сократить максимальную долю инвестиций в банковский сектор с 40% до 25%. Сегодня, спрос на российские корпоративные облигации, по мнению аналитиков составил 250–300 млрд руб. (3,3% рынка), на акции российских предприятий – на уровне 50–75млрд.руб. [5]

Достаточность собственных средств НПФ до 2020 г. будет на минимальном уровне. В 2016 году пенсионные

накопления НПФ превысили объемы государственного ПФР. Рост активов под управлением НПФ составил 20,4%. С уменьшением числа НПФ продолжается повышение концентрации на рынке – 10 крупнейших НПФ (15% от всех НПФ на рынке) владеют 79% всех активов НПФ (2 972 млрд рублей). Год назад (в сравнении с результатами 3 кв. 2016 года) на долю 10 крупнейших НПФ приходилось 64% всех активов НПФ (2 414 млрд рублей) [11]. Аналитики пенсионного рынка считают, что за период 2017 по 2020 гг. значение и роль НПФ усилится, возрастут и темпы увеличения активов под их управлением (8,5% в среднем в год) будут опережать динамику роста пенсионных накоплений в стране в целом (5%) [5]. Реформирование пенсионной системы будет способствовать росту активов НПФ. В 2016 г. дефицит пенсионной системы составил 3 трлн руб. Основным ожидаемым событием для пенсионной системы РФ станет внедрение индивидуальной системы пенсионного капитала (ИПК) и ее интеграция с обязательным пенсионным страхованием (ОПС), что позволит снизить необходимость финансирования пенсионной системы. На сегодняшний день население использует только две компоненты пенсионной модели, только гарантированную и страховую. В тоже время для развития НПО необходимо расширить права НПФ, для того чтобы повысить привлекательность добровольной компоненты. Так по итогам 2016 года НПФ инвестировали 1,1 трлн рублей в облигации, размер пенсионных накоплений составлял 2,1 трлн рублей. Учитывая значительный объем инвестиций НПФ в ценные бумаги, ЦБ РФ принял положения, по которому предполагается, сокращение доли вложений пенсионных накоплений в банковские активы (включая облигации и акции банка, депозиты). Так аналитики НАПФ считают, что НПФ снизить долю банковских активов до 37,5%, с 1 июля 2018 года – до 35%, а с 1 января 2019 года до 30%. С учетом данных ограничений НПФ придется трансформировать портфели, увеличивая вложения в корпоративные бонды, и сокращать вложения в акции и облигации банков. Кроме того, документ предусматривает ограничение вложений в активы группы связанных юридических лиц на уровне не более 15%.

Таким образом НПФ придется пересмотреть свои портфели, увеличивая вклад в корпоративные облигации, и сворачивая вложения в акциях и обязательствах банка. Кроме того, документ предусматривает ограничение участия в действиях группы связанных юридических лиц на уровне, не более 15%. С 14 июля 2017 года ЦБ РФ ввел новые требования к уровню рейтингов инвестиций пенсионных накоплений, а также расчет собственных средств НПФ и управляющих компаний. До сих пор НПФ смогли обойти это ограничение путем взаимного финансирования между дружественными фондами. Согласно оценкам ЦБ РФ, на конец 2016 года, на взаимные инвестиции приходится 40–45% от общего портфеля пенсионных накоплений. Пенсионные накопления активно уча-

ствуют в фондировании реального сектора экономики. Всероссийский центр изучения общественного мнения (ВЦИОМ) является старейшим российским исследовательским институтом в сфере социальных, политических и маркетинговых опросов, им был проведен опрос, анализ общественного мнения различных социальных групп населения. Опрос предприятий и организаций проводился по выборке, репрезентирующей генеральную совокупность по размеру организаций и видам деятельности. Объем выборки–1500 предприятий в 47 регионах России (в опросе участвовали предприятия крупного, среднего и мелкого бизнеса). Ошибка выборки не превышает 2,5%. Опрос показал, что сегодня многие все еще не одобряют отмену перевода части пенсионных отчислений в накопительную часть, так граждане до 25 лет (77% из них полагают, что это неправильно). "Многие россияне хотят продлить возможность выбора формирования накопительной пенсии. И еще хотелось бы отметить, что–то количество законодательных изменений, которое было на пенсионном рынке, привели к ситуации, что большое количество россиян имеют крайне низкое понимание того, что вообще происходит с пенсионной системой. Так, 69% респондентов, опрошенных ВЦИОМ, имеют лишь общее представление о существующей системе пенсионного обеспечения. Это подтверждает и исследование НАФИ; на вопрос какими финансовыми инструментами вы пользуетесь для накопления и инвестиций–63% респондентов ответили "никакими" [4].

Достаточно информированы о деятельности пенсионных фондов лишь 8% опрошенных. Почти четверть граждан в возрасте до 48 лет об этом не знают ничего. Можно предположить, что существует связь между низким уровнем информированности и постоянными изменениями в пенсионном законодательстве. Низкий уровень информированности населения подтверждает и тот факт, что 44% респондентов, по данным ВЦИОМ [8], не знают, что период, когда работники могут перевести накопительную часть пенсии в негосударственные пенсионные фонды, ограничен, в то же время 39% слышали об этом, но о подробностях не в курсе. На вопрос, когда заканчивается этот период, не смогли ответить 74% респондентов. Вопреки классическому представлению об экономически рациональных агентах, реальный человек по-разному относится к одним и тем же денежным суммам, полученным из разных источников (зарплата, доходы от инвестиций и т.д.). Распределяя свои личные бюджеты, люди принимают во все нерациональные решения. Должно быть "подталкивание" к правильному выбору. Пример: чтобы стимулировать пенсионные накопления, лучше переводить работника на такую систему автоматически, а тот, кто не согласен, должен отказаться выраженным способом. Если же людям предлагать активный выбор между двумя вариантами, они скорее всего, выберут вариант "оставить все как есть", но не потому, что лучше, а потому что людям свойственно "когнитивное искажение"



Рисунок 1. Сберегательные предпочтения россиян.

(bias) в пользу сохранения статус-кво [2]. Существует зависимость точки отсчета. Важно знать исходный пункт, с которым сравнивают текущее предложение (изменение). Прежде чем предсказать полезность какой-либо суммы, необходимо знать точку отсчета (например, бедный-богатый).

Исследования принятия решений "в условиях нищеты (бедности) позволяют сделать предположение, что люди за чертой бедности – это группа, в которой сложно увидеть эффект владения. Бедность – это жизнь ниже имеющейся у человека личной точки отсчета. Для бедного человека любые затраты – это потери. Потери, их неприятие может быть очень сильной силой консервативного характера, которая хочет минимальных изменений по сравнению с реальной, текущей ситуацией – как в деятельности организации, так и конкретного лица [1]. Действует принцип неприятия потерь. Если сравнить напрямую, то потери субъективно воспринимаются крупнее, чем приобретения (выигрыш). Это диссонанс между силой положительных и отрицательных ожиданий. Ответная реакция на возможные и реальные потери сильнее, чем реакция на выигрыш – это неприятие потерь. Таким образом, существуют два аспекта выбора: предпочтения изменяются вместе с личной точкой отсчета (статус-кво); потери (ущерб) от произошедших изменений (перемен) воспринимаются более значимым, чем преимущества, что вызывает действия к сохранению имеющегося статус-кво. Ключевая роль в определении отношения к выбору модели пенсионного обеспечения принадлежит доступной для человека информации о содержании пенсионных выплат; распределении ответственности между работниками, организацией и государством; выбираемым в жизни стратегиям и моделям поведения для обес-

печения дополнительного дохода по достижению пенсионного возраста. Ключевой вывод: уровень участия работников сильно зависит от того, насколько просто они могут получить информацию о пенсионной программе и начать в ней участвовать.

Определенную роль в стимулировании участия населения в добровольных накопительных пенсионных системах имеет уровень финансовой грамотности населения. Выбирая добровольный пенсионный план, участник – физическое лицо должен понимать финансовые риски, которые он будет нести самостоятельно и уметь управлять ими на необходимом уровне, чтобы с развитием добровольных пенсионных планов не произошел рост индивидуальных банкротств физических лиц. Зарубежный опыт свидетельствует, что востребованность добровольных пенсионных планов напрямую зависит от сформированной культуры накопления у нации: для участника пенсионных накоплений должны быть сформированы не только понятные и доступные для разного уровня дохода инструменты накопления, но также определенный менталитет. Опыт зарубежных стран, где активно используются частные, в том числе корпоративные пенсионные программы, показывает, что человек, начиная работать, должен сам осознавать необходимость участия в корпоративных пенсионных планах и параллельного накопления пенсионных сбережений в банках или страховых компаниях, используя соответствующие финансовые инструменты.

Повышением уровня финансовой грамотности в зарубежных странах обычно занимается уполномоченные государственные ведомства или организации, которые разрабатывают и реализуют в стране программы по финансовой грамотности населения. Кроме мер по расши-

рению финансовой грамотности населения можно добавить такие инструменты, как: создание институциональной среды для работы всех звеньев пенсионной системы, предоставление государством технологической базы для администрирования пенсионных накоплений, а также создание единой информационной базы для всех уровней пенсионной системы на одном из государственных сайтов или порталов. Принятие федерального закона "О внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации" (в части формирования пенсионного плана Индивидуального Пенсионного Капитала в системе негосударственного пенсионного обеспечения) позволит обеспечить формирование гражданами за счет личных взносов дополнительных средств для финансирования пенсионных выплат, увеличит число участников в системе НПО и будет способствовать наиболее полному удовлетворению их интересов. За 9 месяцев 2017 г. – на фоне сокращения количества НПФ, работающих с НПО фонды, входящие в топ-10 по объему пенсионных резервов, увеличили долю собственных средств и участие добровольной пенсионной системы. Однако за год эти НПФ почти не изменили долю пенсионных резервов – 88% на конец 2016 года, что соответствует 1%. В то же время эффективность размещения пенсионных резервов крупнейшими фондами в сегменте НПО оказалась ниже среднерыночного показателя. Так, средневзвешенная доходность за 9 месяцев 2017 г. по рынку составила 5,58% годовых, а доходность топ-10 НПФ по объему пенсионных резервов – 2,54% годовых. Необходимо отметить, что на изменение активов НПФ негативное влияние окажет и продление до 2019 г. заморозки накопительной части пенсионных накоплений из ПФР в НПФ для покрытия дефицита бюджета Пенсионного фонда России.

Негативное влияние на рост активов НПФ на наш взгляд окажет, и консолидация отдельных НПФ в группы это повлечет за собой уменьшение числа компаний на рынке пенсионного страхования, и приведет к снижению конкуренции. Собственные средства НПФ не смогут покрыть отрицательную переоценку пенсионных накоплений и резервов. Первоначальный подход к определению финансовой устойчивости НПФ за счет капитала претерпел значительные изменения, настоящее время, финансовая стабильность фондов зависит от таких показателей как финансовое положение, с учетом финансовых рисков и обязательств, а также с учетом актуарных рисков в течение пяти лет. Ассоциация НАПФ провела расчеты и прогнозы до 2020 год, и считает, что, не имея прямых указаний ЦБ РФ о повышении собственных средств выше нормативной стоимости, пенсионные фонды не будут их наращивать. Исключение могут составить только те НПФ, у которых портфели пенсионных резервов, но они в большинстве случаев не смогут продемонстрировать положительное проведение стресс-тестов ЦБ РФ, и им придется изменить состав и / или структуру своих

портфелей. Пенсионные выплаты для ОПС увеличатся в период с 2022 по 2027 год (массовые пенсии будут выплачены в 2022 году), но эти сроки не могут быть перенесены из-за запланированного увеличения пенсионного возраста. По принятым поправкам в пенсионное законодательство, застрахованные лица могут свои средства пенсионные накопленные на счетах одного фонда перевести на счета другого НПФ и при этом не потерять накопленный доход, один раз за пять лет, ранее это срок составлял год, это позволит НПФ, соответственно стабилизировать клиентскую базу, что в свою очередь положительно повлияет на прогноз роста активов НПФ, а именно, росту пенсионных накоплений и резервов. Аналитики ожидают, что произойдет рост вложений НПФ в долговые инструменты, которые можно направить и на финансирование инфраструктуры, и на социальные проекты. Замена банковских депозитов НПФ на акции, государственные и корпоративные облигации может увеличить спрос на ценные бумаги с высокой надежностью, а ужесточение требований центрального банка к качеству пенсионных резервов может привести к увеличению доли корпоративных облигаций в инфраструктурные проекты. В настоящее время приобретателями таких облигаций являются НПФ, которые каким-то образом связаны с другим кредитором или инвестором проекта.

В качестве примера можно рассмотреть "Пенсионный фонд ВТБ" приобретал облигации с участием "ВТБ Капитал" по финансированию, строительству и эксплуатации двух участков автомагистрали М11 Москва – Санкт-Петербург, которые были размещены в 2015 году. Необходимо так же отметить, что сегодня инфраструктурные облигации по-прежнему являются очень рискованными инструментами, если бы существовали госгарантии на данные бумаги их реализовать было бы проще и в обращении они ходили бы лучше. В нынешней ситуации практически никто из крупных покупателей облигаций не хочет самостоятельно проверять инфраструктурный проект, а риски большие они связаны и со строительством, связанные с изменением стоимости работ, изменением сроков и деталей инфраструктурного проекта. Кроме этого, существует и проблема оценки доходности самих инфраструктурных проектов, что, соответственно, влияет на желание инвесторов участвовать в подобных сделках. Дополнительный риск инфраструктурных облигаций связан с возможностью изменения сроков выпуска облигаций или реструктуризации. Этот механизм, безусловно, возможен, поскольку средний срок погашения этих ценных бумаг составляет около 15 лет, но в этом случае необходимо разработать механизм для изменения условий займа. Сегодня, считают эксперты привлекательность инфраструктурных облигаций достигается за счет купонных выплат. По новым условиям инвестирования для НПФ необходимо включение облигаций в котировальный список первого (высшего) уровня одной из российских бирж. Рейтинги "Эксперт РА" пока применяются только в отно-

шении банков и регионов России, методологии оценки корпоративных облигаций нет. Рейтинги АКРА применяются для всех эмитентов.

В состав портфеля пенсионных накоплений с 14 июля 2017 года разрешается приобретение облигации банков с рейтингом не ниже "А-", присвоенных АКРА или "Эксперт РА". Для облигаций банков, которые были включены в портфель НПФ до 14 июля 2017 года, действует требование по наличию минимального рейтинга на уровне не ниже "BB+". Для включения в портфель НПФ корпоративных облигаций устанавливаются менее строгие правила. Минимальный уровень кредитного рейтинга для покупки новых бумаг установлен не ниже "BBB+". Ранее купленные корпоративные бонды могут находиться в портфеле НПФ до погашения, если их рейтинг не ниже "BB+" агентства "Эксперт РА" или АКРА. Что касается рынка долгосрочных инвестиций, то интерес к рынку будет расти, так

как сегодняшние реалии заставляют инвестора искать доходность не только на классических спекулятивных рынках, но и в долгосрочных инфраструктурных проектах. По сути, в России начинает формироваться основа рынка долгосрочных инвестиций в инфраструктуру, и такие проекты становятся уже самостоятельным видом активов. Говоря про институциональную среду, необходимо отметить, что интерес инвестора действительно находится преимущественно в секторе ЖКХ. Однако любому инвестору необходима стабильность потока дохода по концессионному соглашению, тогда как сегодня регион не всегда готов давать гарантии по концессионным проектам, а риски часто выпадают на долю концессионера. Другими словами, инструмент концессий только формируется. Регуляторная среда также требует формирования. Помимо прочего, необходима единая политика в отношении концессионных проектов, ведь надо признать, что у данного рынка огромный потенциал.

#### ЛИТЕРАТУРА

1. Белянин А.В. Ричард Талер и поведенческая экономика: от лабораторных экспериментов к практике подталкивания// Вопросы экономики –2018.– №1 – С.5–25.
2. Канеман Д., Славик П., Тверски А. Принятие решений в неопределенности. Правила и предубеждения. //Пер. с англ.–Х.: Изд-во "Гуманитарный центр", 2018.С.512–536
3. Талер Р. Новая поведенческая экономика// М.: Изд-во "Эксмо" 2018.С.– 384 с.
4. Валишина М.Е., Волков И.А. Российская модель пенсионного обеспечения: особенности выбора и перспективы// Экономика: вчера, сегодня, завтра. 2017. Том 7. №5А. С.57–67
5. Вести, Экономика. АКРА: НПФ обойдут ПФР по числу застрахованных лиц [Электронный ресурс] URL:<http://www.vestifinance.ru/articles/85724>
6. Электронно-библиотечная система "ZNANIUM" [электронный ресурс] / Электронно-библиотечная система "ZNANIUM". – Электрон. дан. – Режим доступа: <http://znanium.com>. – (дата обращения: 21.04.2017)
7. ОЭСР "Роль накопительных пенсий в системах пенсионного обеспечения: Проблемы пенсионной системы Российской Федерации" // Режим доступа: [www.napf.ru/files/48405/OЭСР%20%20русский%20перевод.doc](http://www.napf.ru/files/48405/OЭСР%20%20русский%20перевод.doc). (дата обращения:08.03.2017)
8. Пенсионная система: население хочет стабильности | НАФИ [Электронный ресурс] URL:<http://nacfin.ru/pensionnaya-sistema-naselenie-xochet-stabilnosti/> (дата обращения 16.08.17)
9. Министерства Труда и Социального развития[Электронный ресурс]URL: [www.rosmintrud.ru/pensions/razvitie/199/Oprosy\\_svodnaya.pptx](http://www.rosmintrud.ru/pensions/razvitie/199/Oprosy_svodnaya.pptx) (дата обращения 12.10.2017)
10. ВЦИОМ [Электронный ресурс] URL: <https://wciom.ru/index.php?id=236&uid=115339/https://fomag.ru/news/14-iyulya-zastavit-npf-i-uk-snizit-dolyu-investitsiy-v-bankovskie-aktivny/> (дата обращения 16.11.2017)
11. Центральный банк Российской Федерации. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.cbr.ru/> (дата обращения 10.12.2017)

© Е.Н. Валишин, М.Е. Валишина, (ewgeni-v@rambler.ru), Журнал «Современная наука: актуальные проблемы теории и практики»,

Санкт-Петербургский международный книжный салон

Время читать!  
Time to read!

"Ни о чем не думает лишь тот, кто ничего не читает."  
Д.Дидро

Реклама