

ИСТОРИЯ В ЛИЦАХ



Успех фондовому рынку обеспечивает баланс интересов его участников

Переход Казахстана к накопительной пенсионной системе в конце 90-х Нуржаном Алимухамбетовым воспринимался как логичный и хорошо обоснованный шаг. В 1998 году он понимал принципы ее действия, поскольку, будучи финансистом со стажем, имея МВІ по корпоративному управлению, уже разработал собственный проект добровольного пенсионного фонда. Заявка на проект была направлена на грант Еврокомиссии. Впоследствии на базе этой идеи был создан добровольный пенсионный фонд имени Д. Кунаева. Но уже без Нуржана Алимухамбетова, который в 1998 году был привлечен к работе в пенсионной системе Казахстана: он долгое время

входил в топ-менеджмент НПФ Народного банка, возглавлял Государственную аннуитетную компанию. Ныне он входит в советы директоров АО "БРК-Лизинг", АО "Казагрогарант".

Нуржан Алимухамбетов также принял участие в юбилейном проекте KASE "История в лицах".

– Нуржан Ержанович, на момент создания ЕНПФ портфель пенсионного фонда Народного банка был наиболее здоровым, с хорошей накопленной инвестиционной доходностью. Как выстраивалась инвестиционная политика фонда?

– Незадолго до создания ЕНПФ я был приглашен в Государственную аннуитетную компанию, поэтому ничего не могу сказать о портфеле фонда в момент его передачи. Но если говорить об инвестиционной политике фонда Народного банка, она была такой, как у всех, только более умеренно-консервативной. Так же, как и все, мы активно инвестировали через KASE.

Вначале активами фонда управляла дочерняя компания ABN Amro, затем КУПА Народного банка. Когда мы поняли, что идут дополнительные траты на КУПА, фонд получил лицензию на самостоятельное управление пенсионными активами. Было создано инвестиционное подразделение, преимущественно из специалистов, которые перешли к нам из КУПА.

Изначально мы ставили задачу как можно больше заработать. Но позже инвестиционная идеология фонда начала меняться. Мы стали смотреть на инвестирование с точки зрения таргетированного результата. То есть шли от обратного, задавая вопрос, что хотим получить в итоге, точнее, что должен получить пенсионер на выходе?

Уже работая в ГАК, мы проводили различные актуарные расчеты и вышли на интересную формулу, которая вполне может служить моделью для инвестиционной политики такого институционального инвестора, как

пенсионный фонд. На уровне математического моделирования мы постарались рассчитать, как должна выглядеть оптимальная формула пенсионной доходности.

Мы исходили из того, что нужно обеспечить пенсионеру ориентировочно 40 % коэффициента замещения к заработной плате (хороший стандарт и для развитых стран). То есть как минимум таким должен быть размер выплаты за счет пенсионных накоплений после выхода человека на пенсию. Считая от обратного, мы рассчитали, что фонд этого добьется, обеспечивая (как базу) порядка 7 % доходности на всем протяжении накопления. Но при этом каждый следующий процент доходности фонда, то есть все, что выше 7 %, дает вкладчику дополнительно 10 % коэффициента замещения на выходе по экспоненте (за 40 лет при условии, что человек регулярно платит взносы). То есть при доходности 8 % коэффициент замещения составит 50 %.

– Одно дело – вывести хорошую формулу, другое дело – добиться ее решения на практике...

– Дело тут даже не в формуле. Скорее – в принципиально иной идеологии инвестирования, нацеленной на коэффициент замещения. Он может быть высоким при правильном подходе, учитывающем, что пенсионные активы – длинные деньги.

Но изначально все НПФ гнались за высокой доходностью в текущем моменте.

Действительно, когда НПФ только появились, они очень неплохо зарабатывали. Тому было несколько объективных причин. Одна из них – грамотные действия и властей, и биржи в конце 90-х годов по доступу к инвестированию за счет пенсионных активов в казахстанские евробонды, когда возникли проблемы с их ликвидностью. А также оперативность фондов, которые на выгодных условиях с очень хорошим дисконтом – до 20 % в валюте – смогли приобрести эти бумаги в свои портфели. Они очень хорошо поддержали ликвидность суверенных бумаг Казахстана. И это успешное приобретение до сих пор поддерживает положительную накопленную доходность пенсионных активов.

Второй фактор – в конце 90-х годов на нашем фондовом рынке сработала классическая модель спроса и предложения. Когда пенсионных накоплений было немного – была хорошая ставка, поскольку инструментов было достаточно, а капитала недостаточно. Но по мере того, как предложение денег стало увеличиваться, ставка на рынке начала падать. И, несмотря на усилия развить или добавить новые финансовые инструменты, емкости казахстанского рынка и инструментов не хватало. Рынок уже не успевал с предложениями инструментов, и очень скоро возник их дефицит.

Я не занимался непосредственно трейдингом на бирже, но я непрерывно занимался развитием инвестиционных возможностей и вопросами сбалансированности емкости рынка и емкости предложений. И хорошо понимал эту проблему, при которой объективно нельзя было нарастить доходность, но при этом задача инвестиционного дохода НПФ с привязкой к превышению инфляции сохранялась.

– Но пенсионным фондам были разрешены различные классы инструментов, в том числе депозиты, иностранные ценные бумаги...

– Да, по депозитам вначале ставка была неплохая. Но по мере роста предложения денег и банки также стали отказываться брать их по приемлемой ставке. В итоге доходность на пенсионные инвестиции очень упала. А затем пошла волна критики, что пенсионные фонды не зарабатывают вкладчикам. Хотя, по большому счету, важен был не показатель в текущем моменте, а конечный результат.

Мы же понимали, что в силу долгосрочного характера пенсионных активов нам для инвестирования нужны были долгосрочные проекты. Что-то глобальное, емкое, с длительным горизонтом доходности. Поэтому мы сами, когда работали с будущими эмитентами, объясняли им, что банковское финансирование необходимо только для оперативных нужд, а при реализации долгосрочных проектов нужно ориентироваться на фондовую биржу. Только там можно получить долгосрочные длинные инвестиции, то есть привлечь длинные пенсионные деньги.

Считаю, что для фондов наступил принципиально очень важный момент, когда появились первые инфраструктурные проекты – "Батыс-Транзит" и "Шар-Усть-Каменогорск"...

– Очень неожиданно: все помнят, что эти проекты, мягко говоря, нельзя отнести к образцовым, многие фонды обожглись на них...

– Тем не менее сегодня в мире именно инфраструктурные облигации – это наиболее интересные инструменты. На последних экономических форумах все финансисты захлеб говорят, что инфраструктура и финансовые инструменты на базе инфраструктуры – это главные инвестиционные двигатели. С одной стороны, такие проекты необходимы для обеспечения жизни населения, они выгодны государству, применяющему здесь механизм ГЧП. И они незаменимы при долгосрочном инвестировании, в первую очередь для таких институциональных инвесторов, как пенсионный фонд.

И те два проекта (жаль, что всего два) были первыми "ласточками" у нас в стране. Но также жаль, что они сопровождались ошибками. Из-за того, что емкость рынка была маленькая, НПФ боролись за то, чтобы выпускался достаточный объем государственных ценных бумаг с определенной доходностью. С кривой доходностью, которая бы служила бенчмарком для всех остальных инструментов.

Но Минфин в то время сопротивлялся: ему не нужны были деньги, и никому не нужны были деньги, поскольку ликвидность была сумасшедшая. И когда запустили инфраструктурные проекты, мы – фонды, рынок – споткнулись об этот камень. Мало того, что была предусмотрена невысокая доходность, был заложен и минимум на инфляцию. В тот момент (в середине нулевых годов) был достаточно длительный период, когда у нас не было ни девальвации, ни высокой инфляции. Все верили, что это уже навсегда. Но поскольку эти проекты строились не один год, то получилось, что когда произошла девальвация, она потянула за собой инфляцию и сбой участников проекта по своим обязательствам.

Все подлетело в два–три раза, и математическая модель проектов не выдержала. Проекты еще не были запущены – шла фаза строительства, а значит, не было производства, не было и постоянного источника доходов. Соответственно, организаторам проекта пришлось искать дополнительное

финансирование. И это была проблема; государство на первых порах не поддержало.

В таких проектах нужна серьезная гарантия, чтобы не лихорадило. В нашем случае речь шла о гарантии государства. Но по тем двум проектам ее оформили неправильно. Посчитали ее субсидиарной, хотя, по сути, должна была быть солидарная форма гарантии. Солидарная предполагает, что в случае возникновения проблемы у заемщика кредитор обращается к тому, кто давал гарантию, и ему отвечают моментально по обязательству. При субсидиарной форме вначале исчерпываются все способы получения средств у эмитента, а потом только у гаранта – государства.

В итоге так и произошло. Но за время всех этих поисков заемщик начал загибаться. Соответственно, и кредиторов (в первую очередь НПФ, на которые была сделана ставка) начинает лихорадить. Эти промежутки по учету и формированию резервов приводят к просрочке, начинается технический дефолт.

Мы испытали на себе все эти неприятности.

В принципе, "Батыс-Транзит" легче прошел эту ситуацию. Проект и сейчас нормально существует, хотя не покрыл еще все обязательства. "Шар-Усть-Каменогорск" проходил эти процессы сложнее. Там было больше дефолтных вещей, но тем не менее дорога тоже функционирует. То есть они были проблемные, но при этом сейчас оба проекта работающие. Что как раз показывает преимущества инфраструктурных облигаций перед многими другими инструментами при необходимости долгосрочного инвестирования.

Но этих проблем можно было избежать, если бы изначально названные факторы были учтены, то есть ставка была бы твердой – 8–10, без привязки к инфляции, и государственная гарантия должна была быть солидарной, а не субсидиарной. По идеальной схеме Минфин должен был нести оперативную ответственность по тем бумагам, которые были в портфелях пенсионных фондов.

– Вряд ли эта схема лучше прямого бюджетного финансирования – цена вопроса высока...

– На первый взгляд. В таких проектах возможны комбинированные схемы: солидарная гарантия нужна только на период запуска проекта. До тех пор, пока он не начал генерить доход. Затем можно переходить на субсидиарную форму гарантии. Когда же точка безубыточности проходится, просто идет обмен обязательств на обычные необеспеченные бумаги. Это дифференцированный подход, но тогда бы была возможность запускать и другие проекты. И если бы не была дискредитирована сама идея, если бы схема заработала, то в стране можно было бы очень многое сделать в дорожном строительстве, ЖКХ, развитии социальной инфраструктуры.

Сбой же по проектам серьезно ударил по доходности НПФ, для которых были установлены жесткие коэффициенты. В сочетании с банкротством (в связи с кризисом) еще целого ряда эмитентов, в ценные бумаги которых были инвестированы пенсионные активы, это серьезно пошатнуло фонды, их репутацию.

На всех уровнях стали говорить о доходности НПФ, которая начала уходить в минус. А доходность – это ключевое слово, которое заводит и простых людей, и сенаторов, и правительство. Каждый же человек по своему счету видит, когда доходность уходит в минус. Эти потери дохода нужно было компенсировать. С рынка тогда это нельзя было взять. Вот тогда-то и стал вопрос, а сколько тратится средств на поддержание пенсионной системы. Когда посчитали административные расходы всех фондов, увидели, что это несколько миллиардов тенге в год. И это тоже стало веским аргументом в решении объединить фонды. И это должно было поднять доходность пенсионных активов, в том числе за счет сокращения комиссий управляющим и других административных расходов.

– Но это немного разные вещи: экономия "на спичках" и системный инвестиционный доход...

– Поэтому, учтя опыт, я считаю, нужно вернуться к частному конкурентному уточненному управлению активами и инфраструктурным облигациям. В свое время такие проекты вывели Америку из Великой депрессии, позволили отстроить половину Чили. В настоящее время я вхожу в советы директоров нескольких компаний, одна из них "БРК-Лизинг", и вижу, что есть проекты, которые можно и нужно финансировать за счет пенсионных средств по приличной ставке за 10 %. С одной стороны, это позволяет реализовывать серьезные инфраструктурные проекты. С другой – идет инвестирование пенсионных активов по хорошей ставке в долгосрочные проекты, которые как раз и необходимы пенсионному фонду. И это то, что сможет обеспечивать конечную цель фонда – высокий коэффициент замещения при выходе человека на пенсию.

– Вы предлагаете делать ставку именно на инфраструктурные проекты?

– На мой взгляд, было бы логичным при инвестировании такое распределение пенсионных активов: 20 % отдать в управление иностранному брокеру для размещения в индексные инструменты; 60 % – Национальный Банк РК (как управляющий активами) должен направить на инфраструктурные проекты с соответствующими гарантией и доходностью. В нашей экономике очень многое можно создавать, реформировать, модернизировать именно через инфраструктурные облигации: городское освещение, очистные сооружения, дороги, ЖКХ. Все, что в городах и регионах находится в запущенном состоянии.

Оставшиеся 20 % можно распределить на конкурсной основе между частными управляющими компаниями, которые получают в управление часть пенсионных активов ЕНПФ. Это немалая сумма, притом, что пенсионные активы ЕНПФ уже составили 8,8 трлн тенге. И эти средства с лихвой покроют емкость рынка корпоративных бумаг. Не в ГЦБ, как это было перед объединением фондов в ЕНПФ, когда выяснилось, что 80–90 % активов фонды держали в госбумагах. И для этого точно не стоило держать большой штат управляющих.

КУПА же смогут предложить портфели – агрессивный, умеренный и консервативный. Но передать на управление 20 % пенсионных активов нужно на таких условиях: доходность по ним должна быть не ниже 6 %. При 6 % комиссия управляющего составит 0 %. Если доходность меньше 6 % – потери

возмещаются фонду из собственных средств управляющей компании. Если доходность выше – компания получает свою комиссию.

Но ни в коем случае нельзя привязывать доходность к инфляции. Мы же убедились, что инфраструктурные проекты сломала как раз неправильно рассчитанная модель вознаграждения: инфляция плюс маржа. Это зыбкая база. Привязка к инфляции – это практически как долларовое обязательство. Взяли по низкой ставке, но как только доллар улетел, все завалилось, потому что нет средств обслуживать такой долг. С инфляцией – то же самое. Поэтому, когда мы говорим – инфляция плюс маржа, мы заранее закладываем бомбу под проект.

– На Ваш взгляд, с учетом совершенных ошибок, какой вклад внесла накопительная пенсионная система в развитие фондового рынка?

– Она была одним из его краеугольных камней. НПС обеспечивала длинные внутренние институциональные деньги с невысокой маржинальностью. Здесь есть еще один важный момент: развивающаяся страна разгоняет внутренний рынок, в который начинают верить внешние инвесторы и приходят на наш рынок. За счет того, что здесь появляется доходность, они начинают сами создавать свой поток через фондовую биржу. А разогнать рынок без институциональных инвесторов, в частности НПФ, сложно. Так же это защита рынка при резких движениях зарубежного спекулятивного капитала.

Институциональные инвесторы ориентируются на длительный период и максимизацию управляемого капитала, а не максимизацию прибыли. Поэтому если у него есть один миллиард и он заработал один процент, то в абсолютном выражении, с учетом горизонта инвестирования, это большие деньги. Но в целом это разгоняет и ликвидность на рынке, а значит, рынок начинает расти.

У нас очень быстро предложение активов НПФ переросло фондовый рост. Накопительная пенсионная система обошла банковский сектор и генерила денег больше, чем все банки вместе взятые. И если бы фондовый рынок загодя подготовился к этому, то у нас было бы сегодня все хорошо.

Хорошо, что сегодня пенсионная накопительная система, несмотря на смену формы, сохранила свои главные принципы. В том числе базовый: индивидуальный пенсионный счет с взносами на нем и инвестиционным доходом – это собственность человека. А ЕНПФ остается важнейшим институциональным инвестором для национальной экономики. Если же говорить об инвестиционной составляющей с позиции выгоды вкладчика, то в структуре его накоплений за сорок лет получается, что взносы составят 5–10 %, а инвестиционный доход, растущий по экспоненте, составит 90–95 %.

– Вы не преувеличиваете?

– Нет. Это абсолютно точный расчет – за сорок лет по экспоненте: чем дольше срок, тем больше накопительный эффект за счет инвестиционного дохода. База тоже важна – взносы должны быть регулярными. Плюс доплаты работодателей работникам по вредным производствам. В целом это совместно с элементами солидарной системы и базовой пенсии – идеальный вариант пенсионного обеспечения.

– Ваши пожелания KASE?

– Бирже я бы пожелал сбалансированных ситуаций и предложений. Для того чтобы она функционировала успешно, нужно, чтобы был очень большой интерес со стороны эмитентов, и инвесторов. Чтобы и те и другие находили на бирже предложения. Тогда все будет развиваться динамично. Один из таких балансирующих инструментов – инфраструктурные облигации, время которых пока не пришло в полной мере.

Любой проект должен отвечать интересам пяти групп: общества в лице государства; клиентов – хоть "юриков", хоть "физиков" через брокеров; партнеров, менеджмента и акционеров. Если где-то идет разбалансировка интересов, то ни один проект – ни фондовой биржи, ни пенсионного фонда или системы – работать не будет. Только баланс интересов обеспечивает успех, и поэтому мое пожелание бирже – достичь сбалансированного и устойчивого развития.