



Содействие Министерству экономического развития и торговли

Компонент 6 проекта: пенсионная реформа – управление активами

Окончательный документ, ноябрь 2002 г.

Критерии отбора инвестиционных менеджеров¹

Джонатан Эриксен, краткосрочный европейский эксперт

¹ Настоящий документ подготовлен в рамках проекта ТАСИС "Содействие Министерству экономического развития и торговли Российской Федерации". За все содержащиеся в данном документе ошибки и выраженные в нём взгляды отвечает автор. В документе не выражаются взгляды программы или проекта ТАСИС.



**Содействие Министерству экономического развития и торговли
Критерии отбора инвестиционных менеджеров**

Оглавление

| | | |
|-----|--|----|
| 1 | Резюме..... | 3 |
| 2 | Введение..... | 6 |
| 3 | Открытый Тендерный процесс отбора инвестиционных менеджеров..... | 7 |
| 4 | Актуальные критерии отбора..... | 8 |
| 5 | Требование, обеспечивающие успех..... | 9 |
| 5.1 | Надёжность..... | 9 |
| 5.2 | Ликвидность..... | 10 |
| 5.3 | Диверсификация..... | 10 |
| 5.4 | Рентабельность..... | 10 |
| 6 | Критерии, которые рекомендуется принять..... | 12 |
| 6.1 | Обсуждение..... | 12 |
| 6.2 | Рекомендуемые критерии..... | 13 |
| 7 | Роль Тендерной комиссии..... | 15 |
| 8 | Выбор специализированного депозитария..... | 17 |
| | ПРИЛОЖЕНИЕ I: критерии отбора, используемые в развитых экономиках..... | 19 |



Содействие Министерству экономического развития и торговли

Критерии отбора инвестиционных менеджеров

1 Резюме

Данный документ подготовлен по заказу Министерства экономического развития и торговли в рамках посвящённого пенсионной реформе компонента 6 проекта ТАСИС. Задача данного документа – описать международный опыт и инвестиционное законодательство для финансирования накопительной составляющей трудовой пенсии в Российской Федерации и дать рекомендации по следующим вопросам:

- открытый Тендерный процесс отбора уполномоченных инвестиционных менеджеров
- актуальные критерии отбора для рассмотрения
- критерии, рекомендуемые для принятия
- структура и состав Тендерной комиссии
- роль Тендерной комиссии в осуществлении должной заботливости и отказе от претензий

Есть три аспекта отбора инвестиционного менеджера: люди (кто управляет занимающейся управлением инвестициями компанией), процесс (как они это делают) и результаты инвестирования (насколько хорошо они это делают).

В связи с людьми важны корпоративная структура, опыт и профессионализм. Корпоративную структуру можно описать как структуру или организацию, которую представляют данные люди.

В связи с процессом важны его правильная организация, непротиворечивость, вероятность получения результатов, совместимость с рынками и современной теорией портфелей и нормы корпоративного управления – например, правила отбора производных инструментов, валютного хеджирования, управления рисками и т.д.

Исторически российские инвестиционные менеджеры неохотно раскрывали и раскрывают детали своей инвестиционной стратегии и процессов. Для обеспечения эффективности пенсионных реформ требуется предоставлять больше информации. Накопительная составляющая трудовых пенсий – это большой потенциальный рынок, который на инвестиционные менеджеры должны желать войти. Его прогнозируемый объём в сегодняшних рублях через двадцать лет составляет много триллионов. Имеется более двухсот негосударственных пенсионных фондов, которые технически уже работают на этом рынке. Тридцать пять из них имеют активы, превышающие 100 млн. руб. Таким образом, они находятся в хорошем положении для того, чтобы по мере развития рынка действовать в качестве инвестиционных менеджеров.



Содействие Министерству экономического развития и торговли

Критерии отбора инвестиционных менеджеров

Выбранные в конечном счёте критерии отбора должны поощрять инвестиционных менеджеров к участию путём запроса соответствующей информации, которую должно быть нетрудно подготовить не жертвуя требуемым уровнем предоставления информации.

Критерии, актуальные для развитой страны, приведены для сравнения в Приложении 1.

Результаты инвестирования следует, в идеальном случае, усреднять за 3, 4 или 5 лет. Поскольку многие российские инвестиционные менеджеры начали свой бизнес лишь недавно, то, возможно, для начала достаточно иметь скользящее среднее за два года.

В отчётности результаты инвестирования обычно указываются, либо включая плату за управление и налоги, либо за вычетом платы за управление и налогов. Я предпочитаю указывать цифры за вычетом платы за управление и налогов. Чистые результаты инвестирования полезнее для инвесторов, поскольку отражают фактически достигнутую доходность.

Результаты инвестирования обычно сравниваются с каким-нибудь эталонным индексом, результатами, полученными аналогичными инвестиционными менеджерами, или с независимыми показателями. Например, два таких независимых показателя – это доходность банковских депозитов и темпы инфляции. Я предлагаю в качестве условия допуска инвестиционных менеджеров к работе на этом рынке требовать, чтобы усреднённые за последние 3 года долгосрочные результаты инвестирования за вычетом платы за управление и налогов как минимум на один процент в год превышали доходность банковских депозитов (также за вычетом платы за управление и налогов).

Я рекомендую следующие критерии допуска инвестиционных менеджеров :

Люди

- Минимальный капитал = 50 млн. руб.
- Минимальный объём средств в управлении = 250 млн. руб.
- Минимальный стаж управления деньгами или послужной список = 3 года
- По меньшей мере, один старший специалист по инвестициям должен иметь десять лет работы на российском или аналогичных финансовых рынках и по меньшей мере двое других должны иметь по пять лет опыта



Содействие Министерству экономического развития и торговли

Критерии отбора инвестиционных менеджеров

- Ни организация, ни старшие специалисты по инвестициям не должны иметь за последние десять лет банкротств и приговоров за уголовные преступления.

Процесс

- Менеджер должен иметь чётко определённый и документированный процесс инвестирования, согласующийся с современной теорией портфелей.
- Должна быть описана инвестиционная стратегия, правила распределения активов, эталон и диапазоны для каждого класса активов, а также количественно указан ожидаемый доход на такой портфель.
- Должен быть также указан риск отрицательной доходности в течение заданного периода, если таковой существует
- Эталонный портфель должен быть достаточно диверсифицирован с учётом предусмотренных в законе ограничений
- Должны быть чётко документированы используемые менеджерами методы проведения валютных операций и методы управления кредитными рисками, производными инструментами и общими рисками и установлены правила применения этих методов
- Либо посредством сертификации, либо с помощью независимого аудитора, либо посредством посещения Тендерной комиссией офиса инвестиционных менеджера, либо путём сочетания всех этих методов должно быть получено доказательство того, что указанные методы действительно применяются

Результаты инвестирования

- Скользящие средние результаты инвестирования за два или три года за вычетом платы за управление должны на один процент превышать чистую доходность банковских депозитов за тот же период
- Должна быть указана плата за управление каждым портфелем. Она должна, очевидно, быть в пределах максимальных уровней платы за управление, установленных в законодательстве

Последняя область – это Тендерная комиссия. Мне кажется, она должна быть независима от Государственной компании по управлению активами и правительства. Однако было бы полезно, если бы в Тендерную комиссию входил представитель Пенсионного фонда Российской Федерации, который мог бы предоставлять информацию об используемых ПФР методах административного управления и порядке инвестирования и действовать в качестве связующего звена.

Тендерная комиссия должна опубликовать перечень уполномоченных инвестиционных менеджеров, заявки которых успешно прошли конкурс, а



Содействие Министерству экономического развития и торговли

Критерии отбора инвестиционных менеджеров

также дать сравнительную информацию по каждому успешному инвестиционному менеджеру в простом логичном формате. Эта информация должна включать краткий комментарий о стиле инвестирования, процессе, распределении рисков и результатах инвестирования с помощью застрахованным лицам при отборе наиболее подходящего для их потребностей менеджера. Та же информация должна быть собрана и предоставлена Государственной компании по управлению активами.

В этом смысле Тендерная комиссия будет действовать в качестве рейтингового агентства.

2 Введение

Статья 12 закона об инвестировании средств для финансирования накопительной составляющей трудовой пенсии в Российской Федерации содержит следующий перечень обязанностей инвестиционных менеджеров:

- инвестировать пенсионные сбережения в интересах застрахованных лиц
- соблюдать федеральный закон (и другие)
- заключить контракт со специализированным депозитарием на хранение средств
- инвестировать средства разумно и честно на основе принципов надёжности, ликвидности, рентабельности и диверсификации... (перечень обязанностей продолжается)

В последнем пункте перечня указаны ожидания законодателей по отношению к инвестиционным менеджерам. Средства должны инвестироваться разумно и честно. Это подразумевает наличие объективного процесса, который я рекомендую публиковать в ходе Тендерного процесса. Это пример "свободы публичности" как способа убедить застрахованных лиц в том, что одобренным Тендерной комиссией инвестиционным менеджерам можно доверять.

Аналогичным образом, законодательство требует, чтобы инвестиционные менеджеры обращали особое внимание на надёжность, ликвидность, рентабельность и диверсификацию. Эти вопросы должны рассматриваться при оценке Тендерных предложений. Отсюда следуют те критерии отбора, которые я рекомендую.

Пункт 6 статьи 19 закона предусматривает создание Тендерной комиссии. Председатель и члены утверждаются федеральным правительством и включают представителей Пенсионного фонда России, Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг, регулирующего пенсионного органа и Общественного совета. Общественный совет по инвестированию пенсионных



Содействие Министерству экономического развития и торговли

Критерии отбора инвестиционных менеджеров

сбережений был специально создан для осуществления общественного контроля за формированием и инвестированием пенсионных сбережений.

3 Открытый Тендерный процесс отбора инвестиционных менеджеров

В законодательстве предусмотрено, что процесс подачи заявок на право стать уполномоченным инвестиционным менеджером должен проходить в форме открытого тендера. Критерии отбора должны быть определены заранее. Все отвечающие этим критериям инвестиционные менеджеры автоматически получают полномочия.

Этот открытый Тендерный процесс был специально выбран в попытке обеспечить полную объективность процесса отбора и свободу его от политических влияний и субъективности. Таким образом, критерии отбора должны быть исчерпывающими и объективными. Этот подход должен обеспечить предоставление полномочий хорошим инвестиционным менеджерам, от которых можно обоснованно ожидать хороших результатов. Он также означает, что Тендерная комиссия не рискует судебным преследованием в случае, если какой-нибудь инвестиционный менеджер будет отстранён от участия на основаниях, которые сочтёт субъективными или неправильными.

Главная цель пенсионной реформы заключается в том, чтобы финансировать трудовую составляющую государственной пенсии. Для успеха пенсионных реформ доходность инвестиций должна превышать темпы инфляции, а в идеальном случае – и темпы роста на заводе по производству напитков, чтобы застрахованные лица получали на свои пенсионные сбережения реальный доход.

Важно, чтобы уполномоченные инвестиционные менеджеры получали хорошие результаты и добавляли стоимость, особенно в первые годы, чтобы внушить доверие к реформам со стороны застрахованных лиц. Мои исследования российских корпоративных пенсионных фондов показывают, что большинство российских работников не ожидают, что правительство обеспечит им пенсию на уровне прожиточного уровня в течение длительного времени. Они также боятся девальвации рубля относительно мировых валют, что, предположительно, является результатом дефолта 1998 года. Поэтому желательна постоянная положительная доходность как Государственной компании по управлению активами, так и уполномоченных инвестиционных менеджеров.

Застрахованные лица не должны ожидать от фондов очень хороших результатов инвестирования каждый год. Инвестиционные рынки так себя не ведут. Колебания неизбежны, и иногда будут случаться плохие годы. Однако



Содействие Министерству экономического развития и торговли

Критерии отбора инвестиционных менеджеров

застрахованные лица должны иметь возможность ожидать последовательного стиля и положительной доходности в долгосрочной перспективе. Должна быть возможность объяснить любые плохие результаты инвестирования на основе рыночных колебаний, влияющих на стиль и процесс конкретного инвестиционного менеджера.

Я предлагаю, чтобы в ходе открытого Тендерного процесса в рамках конкуренции за утверждение в качестве уполномоченного инвестиционного менеджера от потенциальных инвестиционных менеджеров требовалось свободно предоставлять информацию о достигнутых ими в прошлом результатах инвестирования, инвестиционной стратегии, инвестиционном процессе и предлагаемых эталонах и диапазонах.

Во многих юрисдикциях для облегчения отсева и оценки потенциальных инвестиционных менеджеров и иных оказывающих финансовые услуги организаций, таких как банки и страховые компании, используются рейтинговые агентства. Насколько я понимаю, в России рейтинговые агентства пока не прижились.

Вначале в качестве рейтингового агентства сможет de facto работать либо Тендерная комиссия, либо Федеральная комиссия по рынкам ценных бумаг. После того как потребность рынка в рейтинговых агентствах вырастет достаточно, чтобы такие организации начали работать в России на коммерческой основе, либо эту функцию будет по-прежнему выполнять та из этих организаций, которая выполняла её ранее, либо она будет передана частным компаниям.

Это будет зеркальным отражением чилийского опыта, когда в начале 1980 гг., в начале пенсионных реформ, первым рейтинговым агентством был орган, регулирующий рынок. Сейчас, двадцать лет спустя, чилийский рынок пользуется услугами целого ряда международных рейтинговых агентств.

4 Актуальные критерии отбора

Управление инвестициями – это глобальный бизнес, и критерии отбора инвестиционных менеджеров во многих странах являются, как правило, общими для спонсоров фондов, попечителей и консультантов по активам. Очевидно, в разных странах задачи инвестирования средств и юридические требования различны. В каждой юрисдикции характеристики рынка свои.

В Приложении I приведён перечень критериев отбора, общепринятых на развитых рынках.



Содействие Министерству экономического развития и торговли

Критерии отбора инвестиционных менеджеров

Он представляет собой сокращённую версию более подробного перечня требуемой от потенциальных инвестиционных менеджеров информации, разработанного австралийской инвестиционной отраслью с помощью управляющих фондами, консультантов по активам, попечителей пенсионных фондов, финансовых учреждений и иных заинтересованных сторон. В нём подчёркнуты фундаментальные факторы – люди, процесс и результаты инвестирования. Есть также вопросы о бизнес-планах, управлении рисками и обслуживании клиентов.

Однако для развивающихся рынков этот перечень можно ещё больше сократить, чтобы он отражал конкретные законодательные ограничения или особые потребности конкретных рынков. Мои предложения для российского пенсионного рынка обсуждаются в разделе 6.

5 Требование, обеспечивающие успех

В законодательстве установлены четыре требования, выполнение которых обеспечивает успех инвестиционных менеджеров, - надёжность, ликвидность, диверсификация и рентабельность. Я прокомментирую их все по очереди.

5.1 Надёжность

Надёжность – широкий термин, характеризующий степень надёжности инвестиций. Надёжность имеет два аспекта. Первый – надёжность конкретных активов, в которые менеджер инвестировал средства? Она часто измеряется колебаниями, или тем, насколько сильно может колебаться доход. Например, правительственные облигации обычно считаются надёжнее акций. Это связано с тем, что стоимость облигации, определяемая потоком дохода на неё, обычно устойчивее рыночной стоимости акций, которая поднимается и опускается в соответствии с ожиданиями инвесторов в отношении вероятных будущих доходов корпораций и конъюнктуры рынка.

Второй аспект – надёжность инвестиционного менеджера. Нас не беспокоит дефолт менеджера или возможный побег с деньгами, так как средства хранятся у независимого специализированного депозитария. Однако если менеджер обанкротился или был поглощён, и потерял свой уполномоченный статус, то средства, возможно, потребуются ликвидировать и перевести обратно Пенсионному фонду России или другому инвестиционному менеджеру. Это может снизить результаты инвестирования.

Тендерная комиссия может оценить первый выпуск путём выяснения эталона и диапазонов, используемых для распределения активов. Затем она должна убедиться, что доля устойчивых активов – наличных и облигаций – относительно рискованных активов – акций и имущества – соответствует заданному для рассматриваемого фонда распределению рисков.



Содействие Министерству экономического развития и торговли

Критерии отбора инвестиционных менеджеров

Второй вопрос касается надёжности инвестиционного менеджера. Здесь важными параметрами, которые должна взвесить Тендерная комиссия, являются уровень капитала, величина и сила акционеров, включая все холдинги и материнские компании, и калибр и опыт группы менеджеров.

5.2 Ликвидность

Ликвидность – мера того, насколько легко портфель можно обналить. Обычно денежные средства и облигации относительно ликвидны. Рынок облигаций России нуждается в развитии в этой области. Акции могут быть ликвидны при условии, что имеется эффективный рынок капитала и много покупателей и продавцов. Имущество обычно является наименее ликвидным. По этому причине институциональные инвесторы часто предпочитают имущественные трасты, акции которых котируются на бирже. Оффшорные инвестиции будут ликвидны потому, что глобальный рынок велик, а правительство требует, чтобы такие инвестиции индексировались.

5.3 Диверсификация

Диверсификация критически важна. Фундаментальное правило инвестирования заключается в том, чтобы не класть все яйца в одну корзину. Иными словами, распределять свои риски. На уровне классов активов это значит держать средства в разнообразных инвестициях. Например, - акциях, облигациях, наличных и т.д. Эта диверсификация также повышает ликвидность благодаря тому, что легче продать по справедливой рыночной цене небольшие пакеты инвестиций из некоторого диапазона, нежели пытаться продать один крупный пакет на потенциально заниженном рынке. В этом смысле диверсификация также повышает надёжность портфеля.

На уровне индивидуального выбора акций это снова означает некоторый диапазон различных инвестиций в один класс активов. Например, инвестиции в несколько пакетов правительственных облигаций или корпоративных бумаг различных компаний с различными сроками погашения. Ещё пример – выбора акций компаний с разными уровнями рыночной капитализации.

5.4 Рентабельность

Главной целью инвестирования является получение прибыли. Инвестор хочет заработать положительную реальную доходность на свой капитал. Путём распределения своих рисков за счёт диверсификации инвестор увеличивает вероятность получения положительного дохода. Хотя вероятность получения большого абсолютного дохода при благоприятной ситуации на каком-нибудь конкретном рынке понижена, понижен и риск отрицательного дохода при падении рынка.



Содействие Министерству экономического развития и торговли

Критерии отбора инвестиционных менеджеров

Застрахованным лицам начисляется доход за вычетом платы за управление. Таким образом, уровень взимаемой инвестиционным менеджером платы влияет на рост пенсионных сбережений. В законодательстве предусмотрена максимальная разрешённая плата инвестиционному менеджеру в размере 1,0% находящихся в управлении средств в год, которая может быть уменьшена, когда объём находящихся в управлении средств достигнет определённых более высоких уровней. Специализированный депозитарий (банк-хранитель) может взимать 0,1%, а администратор – ещё 1,0% в год.

Плата инвестиционным менеджерам в размере 1,0% высока по международным стандартам, учитывая ограничения на инвестиции. Самый дорогой класс активов – это активно управляемые международные акции. Это обычно стоит от 0,5% до 1,0% в год. Акции отечественных компаний обычно стоят от 0,3% до 0,5%, а внутренние облигации – от 0,2% до 0,4%.

По закону всего в индексированные фонды можно инвестировать за границей всего 20%. Плата за пассивное управление инвестициями колеблется от 0,10% до 0,20%, в зависимости от объёма. Тем большая доля внутренних инвестиций будет производиться в наличные, облигации и ипотечные закладные. Они обычно дешевле в управлении, чем акции.

С моей точки зрения, для того чтобы снизить неустойчивость дохода, в акции отечественных компаний следует инвестировать не более половины портфеля. При наличии достаточных объёмов стоимость управления таким портфелем на развитом рынке составит от 0,25% до 0,40% в год. Даже если сначала издержки будут выше, вероятные затраты на управление инвестициями составят около 0,50%. Остаётся разница 0,50% на прибыль и расходы на маркетинг.

В законодательстве есть норма, предусматривающая снижение платы за управление с ростом объёма находящихся в управлении средств. Это даст потребителю экономию за счёт роста масштаба.

Эти уровни платы за управление следует сравнить с хорошо развитым рынком Великобритании, где максимальная плата за все три услуги (управление инвестициями, услуги по хранению и административное управление) в случае пенсий с ограниченными вычетами на административные расходы составляет 1,0%. Это меньше половины максимальной платы, разрешённой в России.



Содействие Министерству экономического развития и торговли

Критерии отбора инвестиционных менеджеров

6 Критерии, которые рекомендуется принять

6.1 Обсуждение

В законодательстве об инвестиционных менеджерах ясно указано направление и акценты, которые, как считают политики, должны принять инвестиционные менеджеры.

Например, не следует пользоваться производными инструментами иначе, как в качестве средства управления рисками для снижения риска. Инвестиции в заграничные акции и облигации должны производиться на пассивной (индексируемой) основе с помощью любого конкретного "признанного индекса", который выберет инвестиционный менеджер, при условии, что этот индекс будет отвечать процедурным требованиям регулирующих органов.

Для того чтобы обеспечить независимость и разделение фидуциарных обязанностей, выбранный инвестиционным менеджером специализированный депозитарий или банк-хранитель не должен быть аффилирован со специализированным депозитарием, с которым заключил контракт Пенсионный фонд Российской Федерации.

Заданы разрешённые классы активов и предельные суммы, которые можно в них инвестировать. Есть также ограничения на максимальную долю инвестиций в любую отдельную организацию и в любую родственную организацию.

Управление средствами – относительно новая в России отрасль, и объёмы инвестируемых и находящихся в управлении денег в ней малы. Поэтому критически важно, чтобы уполномоченные инвестиционные менеджеры работали эффективно и успешно, т.е. чтобы инвестиционный доход был положителен, а находящиеся в управлении средства росли. У более крупных фондов обычно больше средств. У них больше персонала и они могут позволить себе больше исследований. Тот факт, что у них в управлении находится большой объём средств, даёт больше возможностей для диверсификации их базы активов и получения экономии за счёт роста масштаба. Инвестиционный доход обычно стабильнее. Поэтому я предлагаю, чтобы в качестве условия потенциальные инвестиционные менеджеры имели в управлении достаточно большие средства.

Есть горстка негосударственных пенсионных фондов, управляемых, главным образом, крупными компаниями ТЭК, такими как "Лукойл" и "Газпром", которые уже достигли крупных размеров и критической массы. Таким образом, есть ядро игроков, которые уже готовы предложить свои услуги на более широком рынке. Я ожидаю, что менее крупные операторы будут развивать свои услуги



Содействие Министерству экономического развития и торговли

Критерии отбора инвестиционных менеджеров

и конкурировать в качестве игроков, сосредоточившихся на отдельных нишах. Крупные международные группы, предоставляющие финансовые услуги, могут также создавать российские дочерние компании.

Для того чтобы помочь потенциальным инвесторам выбрать правильного инвестиционного менеджера, Тендерная комиссия должна оценить инвестиционные процессы, системы корпоративного управления, распределение рисков и результаты инвестирования за прошлые годы. Мне кажется, эти пункты должны быть документированы в процессе подачи заявок.

Однако не все инвестиционные менеджеры являются крупными финансовыми учреждениями с большими бюджетами. Законодательство должно обеспечивать простоту получения ясной и правильной информации. Не следует требовать длинных отчётов, обширных форм и бюрократии. Большую часть информации можно передавать электронными средствами, экономя время и деньги.

6.2 Рекомендуемые критерии

Ниже изложены рекомендуемые мною критерии для предоставления полномочий инвестиционным менеджерам, а также обоснование и пояснительные замечания.

- Минимальный капитал = 50 млн. руб. Потенциальные инвестиционные менеджеры должны быть серьёзными долгосрочными игроками, которые хотят сделать значительные капитальные инвестиции. Сумма не должна быть настолько большой, чтобы блокировать серьёзных участников.
- Минимальные средства в управлении = 250 млн. руб. Сначала это требование может привести к тому, что будут допущены лишь несколько крупных негосударственных пенсионных фондов, но с ростом уровня взносов и осведомлённости застрахованных лиц об имеющемся у них выборе рынок должен со временем вырасти.
- Минимальный стаж управления деньгами или послужной список = 3 года. Это – стандартный период в международной практике. Возможно, сначала его следует сократить до двух лет, чтобы допустить к участию в тендере достаточное число инвестиционных менеджеров.
- По меньшей мере, один старший специалист по инвестициям должен иметь десять лет работы на российском или аналогичных финансовых рынках и по меньшей мере двое других должны иметь по пять лет опыта. Это трудное условие, учитывая краткость истории управления средствами в России. Важно, чтобы самый старший менеджер в организации имел опыт работы на российском рынке до дефолта 1998 г. Это значит как минимум 6 лет практического опыта. Мы предлагаем засчитывать в десятилетний квалификационный период до четырёх лет теоретического обучения финансам или экономическим исследованиям в университете,

Содействие Министерству экономического развития и торговли

Критерии отбора инвестиционных менеджеров

степень MBA или аналогичное обучение в бизнес-школе, либо опыт работы на международных рынках.

- Ни организация, ни старшие специалисты по инвестициям не должны иметь за последние десять лет банкротств и приговоров за уголовные преступления.
- У менеджера должен быть чётко определённый и документированный инвестиционный процесс, согласующийся с современной теорией портфелей. Современная теория портфелей основана на понимании того, что различные классы активов – например, акции, облигации, наличность и имущество – приносят различный ожидаемый доход и обладают различной ожидаемой неустойчивостью. Портфели часто строятся путём моделирования эффективных границ с помощью различных комбинаций весов классов активов и распределения рисков. Они обычно изображаются на диаграмме зависимости дохода от риска.
- Следует определить и количественно оценить присущие портфелю риски путём задания эталонного распределения активов и диапазона для каждого класса активов. Процесс выбора акций или индекса для международных акций должен быть рациональным и осмысленным с точки зрения инвестирования. Порядок выбора индекса должен соответствовать порядку, заданному регулирующим органом. Инвестиционный процесс не должен содержать никаких технических и логических ошибок, таких как краткосрочные займы и долгосрочный ссуды. Он должен также соответствовать характеру и цели обязательств, которые представляют собой долгосрочные пенсионные сбережения.
- Следует описать инвестиционную стратегию с объяснением выбранного распределения активов, эталона и диапазонов для каждого класса активов. Следует количественно указать ожидаемый доход на данный портфель. Насколько я понимаю, законодатели не хотят, чтобы инвестиционные менеджеры указывали потенциально ложные ожидания в отношении высоких будущих доходов. Я предлагаю, чтобы Тендерная комиссия рассчитывала математически ожидаемый инвестиционный доход на основе эталонного портфеля и ожидаемого от каждого класса активов индексного дохода. Например, в простом портфеле, состоящем из 80% облигаций и 20% акций на рынке, где доходность облигаций составляет 5%, а акций, - 10%, эталонная доходность составит 6% ($0,8*5+0,2*10=6$).
- Следует также указать риск получения отрицательного дохода в течение заданного периода, если таковой имеется. Его величина также должна определяться эталонным доходом и ожидаемыми колебаниями.
- Эталонный портфель должен быть достаточно диверсифицирован в пределах предусмотренных законом ограничений. Я бы счёл стратегию инвестиционного менеджера, предполагающую инвестировать 100% в акции отечественных компаний, каким бы высоким ни был ожидаемый доход.



Содействие Министерству экономического развития и торговли

Критерии отбора инвестиционных менеджеров

- Следует чётко документировать используемые менеджером методы проведения валютных операций и управления кредитными рисками, производными инструментами и общими рисками и установить порядок применения этих методов. Соблюдение этого порядка должно быть подтверждено внешним аудитором или саморегулирующимся органом отрасли. В связи с юридическими ограничениями на использование производных инструментов, важно документировать их использование (если они используются).
- Скользящее среднее по результатам инвестирования за два или три года за вычетом платы за управление должно на один процент превышать чистую доходность банковских депозитов за тот же период. Застрахованное лицо должно ожидать положительного дохода на инвестиции. Если Министерство финансов не выпустит защищённые от инфляции облигации, будет невозможно обеспечить реальную доходность, а потому мы рекомендуем в качестве условия предоставления инвестиционному менеджеру полномочий обеспечение номинальной ставки не менее 1%.
- Следует указать взимаемую за управление каждым портфелем плату. Конечно, она должна лежать в пределах максимальных уровней платы, предусмотренных законодательством.

7 Роль Тендерной комиссии

Главная цель Тендерной комиссии заключается в том, чтобы отбирать и наделять полномочиями инвестиционных менеджеров, которые удовлетворяют заданным критериям, чтобы эти менеджеры могли заключить инвестиционные контракты с Пенсионным фондом России и принимать средства от застрахованных лиц.

Выполнение этой задачи начинается с обзора предоставленной каждым менеджером информации и проверки полноты представленной информации. Для прояснения или исправления всех внутренних противоречий следует задавать вопросы. Следует заблаговременно направлять запросы на дополнительную информацию.

В Венгрии, Казахстане и Польше инвестиционных менеджеров опрашивает и отбирает регулирующий орган. Я рекомендую Тендерной комиссии посещать каждого инвестиционного менеджера на месте. Это предпочтительнее по сравнению с получением самоописания и отражает международную практику. В рамках осуществления Тендерной комиссией должной заботливости следует договориться о посещении офиса инвестиционного менеджера. Во время такого визита Тендерная комиссия должна проверить соответствие руководства по рабочим процедурам, в котором описывается процесс



Содействие Министерству экономического развития и торговли

Критерии отбора инвестиционных менеджеров

описанию, содержащемуся в заявке менеджера. Инвестиционный процесс менеджера можно выяснить и можно изучить примеры сделок.

Тендерная комиссия должна проверить, работает ли ещё в компании указанный в заявке старший состав, и провести обширное сравнение его опыта и квалификации. Некоторых ключевых сотрудников следует опросить и обсудить бизнес-план и процесс инвестирования. По возможности Тендерная комиссия должна попытаться независимо проверить статистику результатов инвестирования путём запроса у менеджера анализа прибылей или убытков.

Если Тендерная комиссия будет удовлетворена инвестиционной стратегией и процессом инвестирования и их соответствием современной теории портфелей, а менеджер отвечает всем установленным критериям, включая ожидаемую доходность и использование специализированного депозитария, не зависимо от специализированного депозитария, используемого Государственной компанией по управлению активами, то Тендерная комиссия может наделить менеджера соответствующими полномочиями.

Следующий этап состоит в том, чтобы через средства массовой информации уведомить Пенсионный фонд России и всех потенциально заинтересованных лиц о том, какие менеджеры были уполномочены. Я рекомендую сделать так, чтобы общественность, потенциальные застрахованные лица, работодатели, работники и попечители негосударственных пенсионных фондов получили доступ через Интернет не только к перечню менеджеров, но и к кратким данным о каждом из них, включая следующие:

- владелец или материнская компания
- объём находящихся в управлении средств
- инвестиционный доход за вычетом платы за управление – скользящее среднее за 1, 2 и 3 года
- краткое описание процесса
- оценка присущих портфелю рисков: например, является ли риск низким, стабильным или растёт
- уровень платы за управление
- ожидаемый доход в следующем году

Сравнимые данные следует также подготовить для Государственной компании по управлению активами и распространить их в составе данных материалов.



Содействие Министерству экономического развития и торговли

Критерии отбора инвестиционных менеджеров

Хотя правительство хочет, чтобы менеджеры были солидными, оно не хочет, чтобы о нём думали, что оно одобряет какого-нибудь конкретного менеджера. Потому Тендерная комиссия должна осторожно предоставлять эти материалы в надлежащей форме. Очевидно, они повысят доверие к инвестиционным менеджерам, и в этом смысле Тендерная комиссия de facto станет рейтинговым агентством. Однако приводя цифры, характеризующие результаты инвестирования в прошлом, она должна подчёркивать, что результаты инвестирования в прошлом не могут и не должны рассматриваться как основание для прогнозирования результатов инвестирования в будущем.

Ещё одна возможная роль Тендерной комиссии – просвещение застрахованных лиц и общественности по вопросам инвестиций, включая её работу по наделению полномочиями инвестиционных менеджеров. Эта работа может свестись к более широкому распространению перечня менеджеров, но может превратиться и в более широкие кампании по разъяснению значения сбережений, организации мероприятий по привлечению спонсоров, разработке учебных программ для школ и т.д.

В первые годы чилийских пенсионных реформ застрахованные лица часто меняли инвестиционных менеджеров из-за агентов по маркетингу, движущим стимулом для работы которых были комиссионные. Более 70% работников ежегодно меняли инвестиционных менеджеров в ущерб себе из-за штрафов за отказ и риска изъятия средств в нижней точке экономического цикла и пропуска последующего подъёма. Издержки инвестиционных менеджеров также были высоки. Это привело к снижению уровня пенсионных сбережений. Сейчас частота переходов упала ниже 25%, так как застрахованные лица лучше информированы. Это – важная причина для Тендерной комиссии широко оглашать свои результаты.

Тендерная комиссия должна создаваться на тех же принципах, что и Государственная компания по управлению активами, но должна быть совершенно независимой, потому что уполномоченные инвестиционные менеджеры реально конкурируют за средства с Государственной компанией по управлению активами. Тендерной комиссии придётся работать с Пенсионным фондом России, так что полезно было бы иметь в составе Комиссии хотя бы одного представителя Пенсионного фонда России.

8 Выбор специализированного депозитария

В законодательстве указано, что выбор специализированного депозитария для Государственной компании по управлению активами должен осуществляться посредством конкурентного тендера. Я согласен с этим



Содействие Министерству экономического развития и торговли

Критерии отбора инвестиционных менеджеров

подходом, который используется в наиболее конкурентных процессах отбора провайдеров финансовых услуг.

Эта роль уникальна. Закон запрещает победителю оказывать услуги специализированного депозитария уполномоченным инвестиционным менеджерам. Это требование обеспечивает полное разделение обязанностей специализированного депозитария и разделение физических активов по меньшей мере между двумя банками-хранителями. Оно отражает необходимость в поддержании разделения между государственным органом в лице Пенсионного фонда России и уполномоченными инвестиционными менеджерами частного сектора.

**ПРИЛОЖЕНИЕ I: критерии отбора, используемые в развитых
экономиках**

На хорошо развитых рынках используется, как минимум, следующий набор общепринятых критериев:

| Заголовок | Примеры вопросов |
|------------------|---|
| Организация | <ul style="list-style-type: none"> • Дата учреждения организации • Перечень всех реорганизаций и изменения структуры капитала • Характер организации • Представить организационную схему с указанием структуры собственности • Указать долю, принадлежащую основным владельцам, кроме финансовых учреждений и иных индивидуальных акционеров |
| Бизнес | <ul style="list-style-type: none"> • Перечислить официально аффилированных лиц и субподрядные соглашения, т.е. соглашения о хранении, расчётах, ИТ-услугах, обеспечении соблюдения законов, административном управлении и обслуживании клиентов • Представить бизнес-план на следующие два года |
| Персонал | <ul style="list-style-type: none"> • Представить схему организации персонала с указанием общего стажа каждого работника и стажа работы в отрасли финансовых услуг • Какие критерии используются для оценки эффективности работы инвестиционной группы? • Описать свою политику в отношении вознаграждений, обучения персонала и планирования последовательных действий |

| Заголовок | Примеры вопросов |
|--|--|
| Инвестиционный процесс | <ul style="list-style-type: none"> • Как словесно, так и схематически описать свою инвестиционную философию и инвестиционный процесс • Каковы Ваши методы управления рисками с точки зрения ограничений на акции и сектора, ликвидности, ошибок отслеживания, фильтров качества и т.д.? • Инвестируете ли Вы в иностранные акции и облигации? • Если да, как Вы работаете с валютой? |
| Требования к соблюдению нормативных актов регулирующих органов | <ul style="list-style-type: none"> • Представить данные о Вашей регистрации в качестве инвестиционного менеджера • Как часто осуществляется контроль за позициями и сделками? • Отделён ли персонал отдела по операциям с клиентурой от персонала операционного отдела? |
| Инвестиционный стиль | <ul style="list-style-type: none"> • Кратко опишите свой инвестиционный стиль • Изменился ли Ваш инвестиционный стиль за последние 2 года? |
| Данные об инвестициях | <ul style="list-style-type: none"> • Укажите, пожалуйста, классы активов, в которые Вы инвестируете • Объясните, почему Вы их выбрали • Для каждого класса активов укажите предлагаемые Вами инвесторам эталоны и диапазоны • Что происходит при отклонении от этих диапазонов? • Как часто Вы меняете структуру своих портфелей? • Как вы пользуетесь производными инструментами? |

| Заголовок | Примеры вопросов |
|---|--|
| Альтернативные классы активов | <ul style="list-style-type: none"> • Инвестируете ли Вы в альтернативные классы активов? • Если да, как вы распределяете веса следующих факторов: <ul style="list-style-type: none"> a) Развивающиеся рынки b) Фонды, использующие технику хеджирования c) Частные акции и т.д. |
| Этичные инвестиции | <ul style="list-style-type: none"> • Как Вы относитесь к этичным инвестициям? |
| Хранение активов | <ul style="list-style-type: none"> • Услугами какого банка-хранителя Вы пользуетесь и почему? • Какова политика при прекращении отношений? |
| Обслуживание клиентов и административное управление | <ul style="list-style-type: none"> • Как часто Вы производите оценку своих паёв? • Сколько дней Вы тратите на выполнение следующих операций: (а) выкупа, (б) перевода • Есть ли у Вас установленный порядок реагирования на жалобы? – Если да, опишите, пожалуйста. |
| Результаты инвестирования | <ul style="list-style-type: none"> • Приведите, пожалуйста, как суммарные, так за вычетом платы за управление и налогов квартальные и годовые цифры результатов инвестирования за последние 3 года. • Какие индексы Вы используете в качестве эталонов? • Каковы Ваши чистые результаты инвестирования по сравнению с эталоном? |
| Плата за управление | <ul style="list-style-type: none"> • Укажите, пожалуйста, уровень взимаемой Вами платы за управление различными средствами |