

8 ФИНАНСЫ

2014

Ежемесячный теоретический и научно-практический журнал. Издается с 1926 г.



Журнал зарегистрирован в Федеральной службе по надзору за соблюдением законодательства в сфере массовых коммуникаций и охраны культурного наследия. Свидетельство о регистрации средства массовой информации

ПИ № ФС77-24300 от 27 апреля 2006 г.

Учредители: Министерство финансов Российской Федерации и ООО «Книжная редакция «Финансы»

Издатель: ООО «Книжная редакция «Финансы»

Адрес редакции:

125009, Москва, ул. Тверская, 22б стр. 3

Тел.: 8 (495) 699-44-27, 699-43-33,

699-43-85, тел./факс: 8 (495) 699-96-16

www.finance-journal.ru

E-mail: finance-journal@mail.ru

Редакционная коллегия:

Ю.М. Артемов (главный редактор), А.А. Астахов, В.Ю. Балакирева, Ю.А. Беляев (заместитель главного редактора), Т.Н. Васильева (ответственный секретарь), В.В. Гусев, Б.И. Златкис, А.С. Колесов, Ю.Б. Комкова, А.М. Лавров, И.Я. Лукасевич, Л.П. Павлова, В.Г. Пансков, С.Е. Прокофьев, В.М. Родионова, В.И. Рыбин, К.Е. Турбина, С.М. Ярных

Редакторы отделов:

Т.Н. Васильева (Финансы и бюджет)

Э.С. Гребенщиков (Налоги, страхование)

Предпечатная подготовка:

Л.А. Горлачев

Корректор:

Е.В. Ганюшкина

Распространение:

И.З. Сергиенко

Бухгалтерия:

Н.Г. Шипилова (главный бухгалтер)

Т.А. Кудрявцева

Референт:

Е.И. Хатова

Водитель:

О.И. Калатович

2 стр. обложки: фото – пресслужба

Минфина России

Журнал включен в Перечень ведущих рецензируемых научных журналов ВАК, публикация в которых обязательна при защите докторских и кандидатских диссертаций по экономике.

Журнал включен в Российский индекс научного цитирования (РИНЦ).

В НОМЕРЕ:

АКТУАЛЬНО

Пансков В.Г.	О ПОПОЛНЕНИИ ДОХОДНОЙ ЧАСТИ БЮДЖЕТНОЙ СИСТЕМЫ	3
--------------	---	---

ФИНАНСЫ И БЮДЖЕТ: ПРОБЛЕМЫ И РЕШЕНИЯ

Шмелев В.В.	МЕЖДУНАРОДНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ОРГАНИЗАЦИИ И БОРЬБА ЗА ДЕМОКРАТИЗАЦИЮ МЕЖДУНАРОДНЫХ ЭКОНОМИЧЕСКИХ ОТНОШЕНИЙ	9
Богачева О.В.	АНТИКРИЗИСНОЕ БЮДЖЕТНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ – ОПЫТ СТРАН	
Феоктистова О.А.	ОЭСР И РОССИИ.....	15
Фокина Т.В.		
Чернявский А.В.	ПРОБЛЕМЫ СБАЛАНСИРОВАННОСТИ РЕГИОНАЛЬНЫХ БЮДЖЕТОВ	21

КАЗНАЧЕЙСТВО: СТАНОВЛЕНИЕ И РАЗВИТИЕ

Малышева В.В.	КОРПОРАТИВНАЯ ЭТИКА ФЕДЕРАЛЬНОГО ГОСУДАРСТВЕННОГО СЛУЖАЩЕГО КАК ИНСТРУМЕНТ ПРОТИВОДЕЙСТВИЯ КОРРУПЦИИ	26
	КАЗНАЧЕЙСТВО: ВОПРОСЫ И ОТВЕТЫ.....	29

НАЛОГИ: ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА

Юмаев М.М.	НАЛОГОВОЕ СТИМУЛИРОВАНИЕ ИНВЕСТИЦИЙ В РАЗРАБОТКУ ТЕХНОГЕННЫХ МЕСТОРОЖДЕНИЙ МИНЕРАЛЬНОГО СЫРЬЯ ..	33
Данилькевич М.А.	О ВВЕДЕНИИ НАЛОГА С ПРОДАЖ: СПОРНЫЕ МОМЕНТЫ.....	38

Журнал «ФИНАНСЫ»

Мнение редакции и членов редколлегии может не совпадать с точкой зрения авторов публикаций.

Письменное согласие редакции при перепечатке, а также ссылки при цитировании на журнал «Финансы» обязательны.

Рукописи не рецензируются и не возвращаются.

Редакция не вступает в переписку.

Редакция сохраняет за собой право использовать опубликованные статьи в других изданиях, в том числе и в электронных базах данных.

За содержание рекламы ответственность несут рекламодатели.

Для подписки через редакцию необходимо

направить в редакцию заявку с перечнем изданий, на которые Вы хотите подписаться, копию платежного поручения об оплате, а также полный почтовый адрес, на который будет высылаться журнал.

Требования к авторам:

Рукописи представляются в редакцию
1. В бумажном варианте, напечатанными на одной стороне листа через два интервала в двух экземплярах.
2. В электронном виде (дискета или по электронной почте: finance-journal@mail.ru)

При этом необходимо сообщить:

ф.и.о., место работы, занимаемую должность, контактные телефоны;
почтовый индекс, домашний адрес, паспортные данные, дату рождения, страховой номер в Пенсионном фонде.

Более подробно см.:
www.finance-journal.ru

Подписные индексы
«Роспечать» — 71027, 73442
«Пресса России» — 45493, 39414

ISSN-0869-446X

Подписано в печать 15.08.2014
Формат 60x84 1/8.
Офсетная печать.
Тираж 10000 экз. Заказ 2455.
Свободная цена.

ОТПЕЧАТАНО:

ОАО «Московская газетная типография» 123995, Москва, ул. 1905 года, 7.

© «ФИНАНСЫ»



СТРАХОВАНИЕ

- Балакирева В.Ю. СТРАХОВАНИЕ ЖИЛЫХ ПОМЕЩЕНИЙ
Никульшин Д.А. КАК ИСТОЧНИК ФИНАНСИРОВАНИЯ
ВОССТАНОВИТЕЛЬНЫХ РАБОТ 41
- Мюллер П. СТРАХОВАНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ
В РОССИИ: НЕРЕШЕННЫЕ ВОПРОСЫ 44

ФИНАНСЫ СОЦИАЛЬНОЙ СФЕРЫ

- Мельников Р.М. СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ
МЕХАНИЗМА РЕГУЛИРОВАНИЯ РИСКОВ
ИНВЕСТИРОВАНИЯ ПЕНСИОННЫХ
НАКОПЛЕНИЙ 47

СОЦИОЛОГИЯ И СТАТИСТИКА

- Зубец А.Н. РЕЙТИНГ БАНКОВСКИХ БРЕНДОВ
Сазанаква А.С. В 2014 ГОДУ 54

ИЗ ИСТОРИИ ФИНАНСОВ

- Шейнин Л.Б. ЮБИЛЕЙ ГЕЛИАНЫ ГРИГОРЬЕВНЫ
СОКОЛЬНИКОВОЙ 57
- Шейнин Л.Б. КРЕПОСТНОЕ ПРАВО
И ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ФИНАНСЫ
В РОССИИ 58

ФИНАНСЫ ЗАРУБЕЖНЫХ СТРАН

- Семкина Т.И. ЗОЛОТО: МЕХАНИЗМ ВЗИМАНИЯ НДС
В ЕВРОПЕЙСКИХ СТРАНАХ 61

НАУЧНЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ АСПИРАНТОВ И СОИСКАТЕЛЕЙ

- Власов А.В. О СОВЕРШЕНСТВОВАНИИ ФИНАНСОВОГО
ПЛАНИРОВАНИЯ В УПРАВЛЯЮЩИХ
КОМПАНИЯХ ХОЛДИНГА 65
- Макушенкова М.В. К ВОПРОСУ ОБ ЭФФЕКТИВНОСТИ
АКЦИЗНОГО НАЛОГООБЛОЖЕНИЯ 69
- Лисиченко А.В. НАЛОГИ КАК ИСТОЧНИК ФИНАНСИРОВАНИЯ
ДОРОЖНОГО СТРОИТЕЛЬСТВА В РОССИИ
И ДРУГИХ СТРАНАХ 73
- Гребенщиков С.Э. АЛЬТЕРНАТИВНАЯ ЭНЕРГЕТИКА:
СТИМУЛЫ РАЗВИТИЯ И ИСТОЧНИКИ
ФИНАНСИРОВАНИЯ 76

Совершенствование механизма регулирования рисков инвестирования пенсионных накоплений

Р.М. Мельников, профессор кафедры государственного регулирования экономики Международного института государственной службы и управления РАНХиГС при Президенте РФ, доктор экономических наук

Российская пенсионная система, как и пенсионные системы многих других стран, находится в процессе непрерывных и труднопрогнозируемых изменений, что подвергает серьезным рискам ее участников, то есть всех российских граждан, а также финансовых посредников, обеспечивающих функционирование и развитие ее накопительной составляющей.

В конце 2013 г. был принят ряд федеральных законов, которые существенно изменили условия функционирования и перспективы развития накопительной составляющей российской пенсионной системы. Это привело к некоторым принципиальным изменениям. Во-первых, отменяется обязательный характер участия в формировании накопительной пенсии, причем по умолчанию российский гражданин становится участником только распределительной пенсионной системы. Во-вторых, негосударственные пенсионные фонды (НПФ), заинтересованные в работе с пенсионными накоплениями, должны преобразоваться из некоммерческих организаций в акционерные общества. В-третьих, на базе Агентства по страхованию вкладов создается новая система гарантирования пенсионных накоплений. Наконец, в-четвертых, вводится мораторий на направление страховых взносов в накопительную систему (с их временным перераспределением в пользу распределительной системы) до вступления НПФ в систему гарантирования пенсионных накоплений.

5 августа 2014 г. Правительство РФ приняло решение о направлении страховых взносов на обязательное

пенсионное страхование в полном объеме на формирование и финансирование страховой пенсии в распределительной составляющей пенсионной системы в 2015 году.

Принятое решение не означает окончательного сворачивания накопительного компонента пенсионной системы тем более, что причина его введения в 2002 г. (долгосрочные демографические диспропорции, связанные с тенденцией к старению населения, снижением рождаемости, увеличением продолжительности жизни, ростом количества пенсионеров, приходящихся на одного работающего) остаются. В этих условиях принцип солидарности поколений не может эффективно работать, поскольку каждое поколение находится в принципиально различных условиях.

Нынешняя модель функционирования накопительного компонента российской пенсионной системы недостаточно эффективна. Более рациональной стратегией является создание условий для повышения эффективности инвестирования пенсионных накоплений и снижения транзакционных издержек эксплуатации системы.

Создаваемая в России в соответствии с Федеральным законом от 28.12.2013 № 422-ФЗ «О гарантировании прав застрахованных лиц в системе обязательного пенсионного страхования Российской Федерации при формировании и инвестировании средств пенсионных накоплений, установлении и осуществлении выплат за счет средств пенсионных накоплений» национальная система является двухуровневой. Она включает в себя

резервы гарантирования пенсионных накоплений по обязательному пенсионному страхованию, формируемые на уровне каждого НПФ, а также Общенациональный фонд гарантирования пенсионных накоплений, управляемый Агентством по страхованию вкладов.

С точки зрения автора, порядок определения ставок отчислений в резерв по обязательному пенсионному страхованию должен учитывать уровень риска, принимаемого НПФ при инвестировании пенсионных накоплений. В случае, когда значительная часть пенсионных накоплений инвестирована в акции и долгосрочные облигации с невысоким кредитным рейтингом, ставка резервирования должна быть выше, чем в случае, когда все пенсионные накопления размещены в государственные краткосрочные облигации и банковские депозиты. Это позволит сформировать буфер на случай реализации систематического риска, связанного с резким падением фондовых индексов. В то же время при консервативном подходе к инвестированию потребность в подобном буфере не очень велика.

За счет средств резерва по обязательному пенсионному страхованию (а при его недостаточности — за счет собственных средств НПФ) осуществляется гарантийное возмещение пенсионных накоплений при получении отрицательных результатов от инвестирования. В соответствии с новым порядком, вступающим в действие с 1 января 2015 г., это происходит с периодичностью один раз в пять лет (с капитализацией, т.е. включением в гарантийное покрытие, предоставляемое НПФ, полученного положительного результата от инвестирования за пятилетний период), а также при переходе застрахованного лица в другой пенсионный фонд, при назначении застрахованному лицу накопительной пенсии и в некоторых других случаях.

Необходимость осуществлять гарантийное возмещение (которое ранее в соответствии с требованиями Федеральной службы по финансовым рынкам НПФ должны были осуществлять ежегодно в случае получения отрицательного финансового результата от инвестирования пенсионных накоплений) создает препятствия для принятия НПФ инвестиционных рисков, оправданных в долгосрочной перспективе и позволяющих получать премию за риск, а значит, обеспечивать более высокий уровень накопительной пенсии. С нашей точки зрения, при сохранении требования сохранности пенсионных накоплений за весь период их

формирования можно проявить большую гибкость при определении уровня текущих убытков, покрываемых НПФ за счет резервов и собственных средств.

По мнению автора, к механизму гарантийного возмещения следует прибегать тогда, когда выполняется неравенство

$$P < \frac{\sum C_i}{(1 + k_j)^{T_j}},$$

где P — стоимость пенсионных накоплений с учетом результата от их инвестирования;

C_i — размер страховых взносов на формирование накопительной пенсии;

T_j — период до назначения накопительной пенсии;

k_j — ставка дисконтирования, устанавливаемая Банком России.

Базой для определения ставки дисконтирования может выступать доходность по государственным облигациям соответствующей срочности. При этом размер гарантийного возмещения за счет резервов или, при их недостаточности, собственных средств НПФ будет определяться как

$$G = \frac{\sum C_i}{(1 + k_j)^{T_j}} - P.$$

Такой механизм гарантийного возмещения позволит повысить толерантность НПФ к принятию инвестиционных рисков, особенно в случае, когда до момента выхода застрахованного лица на пенсию остается длительный промежуток времени, и дисконтирующий множитель $\frac{1}{(1 + k_j)^T}$ существенно меньше единицы.

Принятие инвестиционных рисков НПФ отвечает интересам будущих пенсионеров, поскольку оно является необходимым условием получения значимой положительной реальной доходности инвестирования пенсионных накоплений на долгосрочном горизонте, повышающей весомость накопительной пенсии в структуре доходов будущего пенсионера.

Создаваемый с 2015 г. Фонд гарантирования пенсионных накоплений позволит обеспечить их сохранность в размере уплаченных страховых взносов в случае банкротства НПФ и отзыва у него лицензии. Минимальная годовая ставка гарантийных взносов в Фонд составляет 0,0125% стоимости пенсионных накоплений и по решению Банка России может быть увеличена

до 0,025%. При этом размер Фонда гарантирования пенсионных накоплений не должен составлять более 1% стоимости всех пенсионных накоплений.

Ставки гарантийных взносов, да и предельно допустимый размер гарантийного фонда довольно невелики. Они позволяют покрыть возможные убытки в случае реализации несистематических рисков (например, мошенничества руководителей одного из фондов), но явно недостаточны для покрытия убытков, которые могут возникнуть в результате системного финансового кризиса, который отразится на стоимости инвестиционных портфелей всех НПФ. В то же время гарантийные взносы не лягут тяжелым бременем на клиентов НПФ и существенно не повысят издержки эксплуатации накопительной пенсионной системы.

Эффективная система формирования гарантийных взносов также должна быть риск-ориентированной. Это означает, что НПФ, обладающие действенными системами управления рисками, реализующие более консервативные инвестиционные стратегии, характеризующиеся существенным превышением текущей рыночной стоимости активов, в которые инвестированы пенсионные накопления, над размером уплаченных страховых взносов, а также обладающие значительными резервными фондами и собственными средствами, должны уплачивать гарантийные взносы по более низким ставкам.

Требования к НПФ, претендующим на вступление в систему гарантирования прав застрахованных лиц, определены Положением Банка России от 03.04.2014 № 417-П «Об оценке соответствия деятельности негосударственного пенсионного фонда требованиям к участию в системе гарантирования прав застрахованных лиц». Они включают как качественные требования, связанные с созданием систем внутреннего контроля и управления рисками и раскрытием информации о деятельности Фонда в сети «Интернет», так и количественные требования к достаточности собственных средств Фонда, сформулированные в п.1.7 данного Положения.

Банк России требует от НПФ выполнения двух нормативов достаточности собственных средств — относительного и абсолютного, каждый из которых основан на сопоставлении активов и обязательств. Под активами (А) понимается сумма активов, приобретенных за счет средств пенсионных накоплений, а также

собственных средств Фонда в той части, в которой их структура соответствует требованиям к инвестированию пенсионных накоплений. Под обязательствами (О) понимается сумма уплаченных застрахованными лицами страховых взносов, а также обязательств Фонда, не вытекающих из договоров по обязательному и добровольному пенсионному страхованию.

Согласно относительному критерию отношение активов и обязательств Фонда должно превышать 1,01 ($\frac{A}{O} \geq 1,01$). Согласно абсолютному критерию разность между активами и обязательствами должна превышать 130 млн. руб. ($A - O \geq 130$ млн. руб.).

Данные критерии не являются риск-ориентированными в том смысле, что в отличие от нормативов достаточности банковского капитала их расчет не предусматривает взвешивания отдельных категорий активов по степени риска. В то же время на структуру размещения собственных средств накладываются ограничения, соответствующие применяемым в отношении инвестирования пенсионных накоплений. Это не позволяет учитывать при расчете нормативов достаточности собственных средств инвестиции в наиболее рискованные и наименее ликвидные активы (в том числе недвижимое имущество, приобретенное за счет собственных средств и обеспечивающее операционную деятельность Фонда).

С точки зрения автора, относительный показатель достаточности собственных средств, установленный Банком России, является чрезмерно мягким и не обеспечивает достаточной финансовой устойчивости фондов, вступающих в систему гарантирования пенсионных накоплений. Собственные средства в размере 1% от уплаченных застрахованными лицами страховых взносов не обеспечивают достаточного буфера на случай системного финансового кризиса, особенно с учетом того обстоятельства, что при определении состава обязательств вообще не учитываются обязательства Фонда, вытекающие из договоров негосударственного пенсионного обеспечения, в том числе в рамках схем с установленными выплатами, а также схем с установленными взносами, предусматривающими гарантии минимальной доходности инвестирования пенсионных резервов.

Одним из основных требований, предъявляемых к пенсионным фондам, претендующим на участие в системе гарантирования прав застрахованных лиц,

является соответствие состава и структуры активов, в которые инвестированы пенсионные накопления, установленным нормативными актами количественным ограничениям.

Пенсионные накопления могут быть инвестированы в облигации и акции российских эмитентов, паи (акции, доли) индексных инвестиционных фондов, размещающих средства в облигации и акции иностранных эмитентов, ипотечные ценные бумаги, банковские депозиты и ценные бумаги международных финансовых организаций, обращающиеся на российском финансовом рынке. Инвестирование пенсионных накоплений в иные объекты не допускается. В частности, пенсионные накопления нельзя инвестировать в закрытые паевые инвестиционные фонды, в том числе венчурные фонды и фонды недвижимости, а также непосредственно в недвижимость. Кроме того, нормативно установлены требования к качеству облигаций и акций российских эмитентов, которые ограничивают спектр доступных для инвестирования инструментов ликвидными бумагами наиболее крупных эмитентов, а также к уровню надежности банков, в депозиты которых можно размещать пенсионные накопления.

Основные требования к структуре инвестирования пенсионных накоплений приведены в табл. 1.

Хотя структура инвестирования пенсионных накоплений в российских условиях жестко регламентирована, установленные ограничения совершенно не учитывают крайне важный фактор срока, остающегося до момента назначения накопительной пенсии. По мнению автора, при регулировании процесса инвестирования пенсионных накоплений следует использовать более гибкий подход, в рамках которого состав допустимых для инвестирования объектов и максимальные доли различных классов финансовых инструментов в общей структуре портфеля не являются одними и теми же для пенсионных накоплений всех застрахованных лиц, а изменяются по мере уменьшения срока до выхода на пенсию.

При определении максимально допустимых пропорций инвестирования в различные классы финансовых активов для представителей различных демографических когорт следует исходить из того, что чем больше горизонт инвестирования, тем большая волатильность стоимости портфеля является приемлемой

и тем более рискованные инструменты могут входить в его состав. Напротив, пенсионные накопления лиц зрелого возраста должны инвестироваться в достаточно консервативные инструменты с фиксированной доходностью, что позволит минимизировать риск падения уровня накопительной пенсии в случае ее назначения в момент острой фазы финансового кризиса, характеризующейся минимальной текущей стоимостью рискованных финансовых активов.

Таблица 1

Ограничения на структуру инвестирования пенсионных накоплений

Вид активов	Максимальная доля, % активов
Государственные ценные бумаги Российской Федерации	нет
Государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации	40
Муниципальные облигации	40
Облигации иных российских эмитентов (помимо Российской Федерации, субъектов Российской Федерации и муниципальных образований)	80
Акции российских эмитентов в форме открытых акционерных обществ	65
Ипотечные ценные бумаги	40
Счета и депозиты в кредитных организациях	80
Паи (доли) индексных инвестиционных фондов, размещающих средства в ценные бумаги иностранных эмитентов	20
Облигации международных финансовых организаций	20

Состав доступных для инвестирования объектов применительно к наиболее молодым застрахованным лицам может быть расширен. С точки зрения автора, часть пенсионных накоплений застрахованных лиц, которым до выхода на пенсию остается более 15 лет, вполне может быть размещена в альтернативные инструменты, которые в настоящее время запрещены для инвестирования действующим законодательством — паи фондов прямых инвестиций, венчурных фондов и фондов недвижимости. Это позволит не только повысить реальную доходность инвестирования пенсионных накоплений, но и использовать пенсионные накопления в качестве долгосрочного инвестиционного ресурса структурной модернизации российской экономики.

Таблица 2

Доходность инвестирования пенсионных накоплений, % годовых

	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.
Государственная управляющая компания (ГУК) – расширенный инвестиционный портфель	9,52	7,62	5,47	9,21	6,71
ГУК – портфель государственных ценных бумаг	5,72	8,17	5,9	8,47	6,9
Частные управляющие компании – средняя	38,72	16,34	-1,11	7,88	6,96
Частные управляющие компании – минимальная	7,56	0,00	-17,83	-0,66	-6,03
Частные управляющие компании – максимальная	110,48	33,21	7,69	13,51	9,94
Негосударственные пенсионные фонды – средняя	24,75	11,30	0,99	6,66	6,41
НПФ – минимальная	0,7	0,1	-9,86	-0,01	-4,44
НПФ – максимальная	80,8	23,91	7,63	14,20	13,30
Инфляция по индексу потребительских цен	8,8	8,8	6,1	6,6	6,5

Источники: Годовой отчет Пенсионного фонда РФ за 2013 г. М.: 2014. С.28; Обзор инвестирования средств пенсионных накоплений в 2012 г. – М.: Минфин России, 2013. С. 27.

Применительно к застрахованным лицам, до момента выхода на пенсию которых остается от 5 до 15 лет, допустимая доля инвестиций в альтернативные инструменты должна быть меньше, а применительно к застрахованным лицам, до момента выхода на пенсию которых остается менее 5 лет, следует существенно снизить предельно допустимую долю инвестиций в акции относительно установленной в настоящее время.

Серьезной проблемой накопительной пенсионной системы является низкая реальная доходность инвестирования пенсионных накоплений, не позволяющая рассчитывать на высокую норму замещения трудовых доходов накопительной пенсией.

Хотя острая фаза финансового кризиса (2008 г.) оказала крайне негативное влияние на стоимость инвестиционных портфелей НПФ и частных управляющих компаний, отобранных ПФР, результаты

работы различных управляющих за последние пять лет (табл. 2) вряд ли можно признать совершенно неудовлетворительными. Реальная среднегодовая доходность инвестиций для расширенного инвестиционного портфеля государственной управляющей компании (ГУК) составила 0,3% годовых, портфеля государственных ценных бумаг ГУК – -0,3% годовых, в среднем по частным управляющим компаниям, работающим по договорам с ПФР, – 5,2% годовых, в среднем по негосударственным пенсионным фондам – 2,2% годовых. Хотя НПФ, и особенно частные управляющие компании, в целом показали лучшие результаты, чем ГУК, разброс результатов среди НПФ и частных управляющих компаний достаточно велик, что отражает высокую подверженность застрахованных лиц, прибегающих к их услугам, воздействию рыночных рисков.

Для решения проблемы, связанной с подверженностью участников накопительной пенсионной системы воздействию рыночных рисков, Ф. Модильяни и его соавторами была предложена концепция, в которой все инвестиционные риски принимает на себя государство¹. Согласно этой концепции основу пенсионной системы составляет обязательная для участия накопительная схема, в которой страховые взносы уплачиваются в национальный пенсионный фонд, отражающий взносы на индивидуальных пенсионных счетах и передающий их в управление государственной или частной управляющей компании. На остатки на индивидуальных пенсионных счетах начисляется фиксированная ставка, которая не зависит от финансового результата, полученного в конкретном календарном году управляющей компанией. Разница между финансовым результатом по итогам года, полученным управляющей компанией, и начисленными на индивидуальные пенсионные счета процентными доходами либо поступает в доходы государственного бюджета (если доходность инвестиций управляющей компании по итогам года превысила фиксированную ставку, по которой начисляются проценты на остатки на индивидуальных пенсионных счетах), либо выплачивается за счет расходов государственного бюджета (если доходность инвестиций управляющей компании по итогам года оказалась меньше фиксированной процентной ставки

¹ Modigliani F., Muraldhir A. Rethinking pension reform. – Cambridge: Cambridge university press, 2004. P. 210.

по накопительным пенсионным счетам, установленной государством).

Важными преимуществами такой модели управления пенсионными накоплениями являются передача застрахованными лицами государству всех рыночных рисков, а также минимизация операционных издержек благодаря концентрации всех пенсионных накоплений в одной управляющей компании. В то же время достаточно непростой задачей, особенно в условиях относительно высокой и нестабильной инфляции, является определение фиксированной ставки начисления процентных доходов на накопительные пенсионные счета, закрепляемой на долгосрочную перспективу. Кроме того, отсутствие конкуренции и политическое давление на управляющую компанию могут оказать негативное влияние на эффективность размещения пенсионных накоплений.

Не предлагая разрушения сложившейся на российском пенсионном рынке модели со множеством НПФ и частных управляющих компаний и учитывая по-прежнему высокую концентрацию пенсионных накоплений в ГУК, можно предложить следующий вариант оптимизации функционирования российской накопительной пенсионной системы, учитывающий сильные стороны концепции Ф. Модильяни.

Поскольку для российских граждан, склонных избегать принятия инвестиционных рисков, основной стратегической целью является защита пенсионных накоплений от инфляционного обесценивания, перед ГУК можно поставить цель — получения доходности не ниже темпа инфляции. Кроме того, при превышении по итогам календарного года темпа инфляции над уровнем доходности, полученным ГУК, можно предусмотреть выплату из федерального бюджета Пенсионному фонду России субсидии, позволяющей довести доходность инвестирования пенсионных накоплений за соответствующий год до темпа инфляции. Для снижения частоты выплаты таких субсидий из федерального бюджета можно предусмотреть формирование специального резервного фонда за счет доходов от инвестирования пенсионных накоплений ГУК, превышающих темпы инфляции. Такой фонд служил бы базовым источником компенсации потерь, возникших в результате получения отрицательной реальной доходности инвестирования пенсионных накоплений в отдельные годы.

Поскольку основным классом финансовых инструментов, используемым ГУК, являются государственные облигации, необходимость в выплате субсидий ПФР из федерального бюджета будет возникать только тогда, когда вследствие низкой потребности федерального бюджета в долгом финансировании объем эмиссии государственных облигаций минимален, а спрос на них достаточно высок, что приводит к падению процентных ставок по государственным облигациям ниже темпа инфляции. Фактически выплата предлагаемых субсидий будет означать привлечение финансирования государством на рынке капитала по нулевым, а не отрицательным реальным процентным ставкам. При этом размер выплачиваемых субсидий будет отрицательно коррелировать с дефицитом федерального бюджета (в условиях высокого бюджетного дефицита субсидии не выплачиваются, поскольку государственные облигации обеспечивают положительную реальную доходность). С точки зрения автора, подобная дополнительная нагрузка на федеральный бюджет является вполне приемлемой.

Включение в механизм формирования пенсионных накоплений субсидий федерального бюджета в пользу застрахованных лиц, накопления которых инвестируются ГУК, позволит обеспечить сохранность пенсионных накоплений не в номинальном, а в реальном выражении. В то же время консервативная инвестиционная стратегия ГУК не позволит рассчитывать на получение существенной положительной реальной доходности.

Поэтому застрахованным лицам можно предложить следующий выбор. Либо они используют услуги ГУК и получают гарантированную защиту своих пенсионных накоплений от инфляционного обесценивания, либо прибегают к услугам НПФ или частной управляющей компании, которые реализуют более агрессивные инвестиционные стратегии, позволяющие при благоприятных обстоятельствах рассчитывать на получение большей положительной реальной доходности инвестирования пенсионных накоплений на долгосрочном горизонте времени. В этом случае государство по-прежнему гарантирует сохранность пенсионных накоплений за весь период инвестирования, но только в номинальном, а не в реальном выражении.

Поскольку ГУК следует специфической инвестиционной стратегии, предусматривающей инвестирование в высоконадежные инструменты с фиксированной доходностью, преимущественно облигации РФ, застрахованные лица, доверяющие ей свои пенсионные накопления, не должны участвовать в формировании национального гарантийного фонда, снижающего риски застрахованных лиц, формирующих свои пенсионные накопления в НПФ или выбравших частные управляющие компании (в противном случае будет осуществляться необоснованное субсидирование клиентов НПФ и частных управляющих компаний за счет клиентов ГУК). При этом для частных управляющих компаний, работающих по договорам с ПФР, необходимо, как и для НПФ, законодательно закрепить ответственность за сохранность пенсионных накоплений в номинальном выражении за весь период их формирования и инвестирования. Для обеспечения выполнения этих обязательств следует также ввести пруденциальные требования к достаточности собственных средств управляющих компаний, учитывающие объем и сроки принимаемых ими обязательств по гарантированию сохранности пенсионных накоплений.

Кроме того, российским гражданам можно предоставить возможность диверсификации рисков неэффективной работы финансового посредника, осуществляющего инвестирование пенсионных накоплений. Действующий в настоящее время порядок можно заменить на более гибкую модель, позволяющую застрахованному лицу разделять свои накопительные взносы между двумя управляющими компаниями в случае формирования пенсионных накоплений в ПФР (одной из которых может быть

государственная управляющая компания, а другой – частная). Это позволит снизить зависимость накопительной пенсии застрахованного лица от результатов работы одной управляющей компании и осуществлять инвестирование пенсионных накоплений, более точно учитывая индивидуальную склонность к риску будущего пенсионера.

Большие резервы повышения эффективности НПФ связаны также со снятием спорных ограничений на их деятельность и раздуванием количества финансовых посредников, обеспечивающих функционирование накопительных пенсионных программ. Согласно действующему законодательству, российские НПФ должны передавать на аутсорсинг управляющим компаниям большую часть своих операций по инвестированию пенсионных накоплений и резервов.

Фактически единственным видом инвестиционной деятельности, которым НПФ могут заниматься без посредничества управляющих компаний, является размещение пенсионных резервов в банковские депозиты. Возможно, в введении ограничений на инвестиционную деятельность НПФ была определенная логика, пока НПФ рассматривались как некоммерческие организации, не ориентированные на получение прибыли. Однако после их акционирования выбор способа инвестирования пенсионных накоплений и резервов логичнее оставить за самими НПФ. Обращение к услугам управляющих компаний должно определяться критериями экономической целесообразности (и осуществляться в том случае, если ожидаемые доходы, скорректированные на риск и комиссию управляющей компании, выше, чем доходы от инвестиций, которые могут быть получены в результате деятельности самого НПФ).

Литература:

1. Годовой отчет Пенсионного фонда России за 2013 год – М., 2014.
2. Обзор инвестирования средств пенсионных накоплений в 2012 году – М.: Минфин России, 2013. – [http://www.minfin.ru/common/img/uploaded/library/2013/10/Obzor_\(2012_03_10_2013\).pdf](http://www.minfin.ru/common/img/uploaded/library/2013/10/Obzor_(2012_03_10_2013).pdf)
3. Grande G., Visco I. A public guarantee of a minimum return to defined contribution pension scheme members // Bank of Italy working paper № 762, June 2010. – http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/econo/temidi/td10/td762_10/en_td_762_10/en_tema_762.pdf
4. Modigliani F., Muraldir A. Rethinking pension reform. – Cambridge: Cambridge university press, 2004. 235 p.
5. Yermo J. Developing a funded pension system in Russia. International evidence and recommendations. – OECD, June 2013. 135 p. – <http://www.oecd.org/pensions/RussaFundedPensionSystem2013.pdf>