

УДК 336.767.017.2

ФИНАНСЫ И КРЕДИТ
FINANCE AND CREDIT

**МЕХАНИЗМ РЕГУЛИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РИСКОВ УЧАСТНИКОВ
НАКОПИТЕЛЬНОГО КОМПОНЕНТА ПЕНСИОННОЙ СИСТЕМЫ РОССИЙСКОЙ
ФЕДЕРАЦИИ И ПУТИ ЕГО СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ**

**REFINEMENT OF REGULATION OF RUSSIAN FUNDED PENSION SYSTEM PARTIC-
IPANTS' INVESTMENT RISKS**

***Р.М.МЕЛЬНИКОВ**, доктор экономических наук, профессор кафедры государственного регулирования экономики, Международный институт государственной службы и управления Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации
e-mail: rmmel@mail.ru*

***Melnikov R.M.**, doctor of economic sciences, professor of chair of public regulation of economy, International institute of public administration and management of the Russian academy of national economy and public administration under the President of the Russian Federation
e-mail: rmmel@mail.ru*

Аннотация.

В статье анализируется механизм регулирования инвестиционных рисков, принимаемых негосударственными пенсионными фондами (НПФ) и управляющими компаниями, осуществляющими инвестирование пенсионных накоплений. Оцениваются последствия реформы российской накопительной пенсионной системы конца 2013 г. и обосновывается необходимость сохранения обязательного характера накопительных пенсий в целях диверсификации долгосрочных рисков застрахованных лиц. Рассматриваются причины, сдерживающие развитие добровольного пенсионного страхования в России.

Вносятся предложения по увязке ограничений на структуру инвестирования пенсионных накоплений со сроком до выхода на пенсию застрахованного лица и изменению порядка осуществления гарантийного восполнения пенсионных накоплений, позволяющие осуществлять реализацию инвестиционной стратегии жизненного цикла в российских условиях. Аргументируется необходимость расширения спектра финансовых инструментов, в которые могут инвестироваться пенсионные накопления самых молодых застрахованных лиц, и смягчения ограничения на неотрицательность доходности инвестирования пенсионных накоплений НПФ и частными управляющими компаниями на краткосрочных временных горизонтах.

Формулируются предложения по использованию риск-ориентированных подходов к определению ставок отчислений в резерв по обязательному пенсионному страхованию и фонд гарантирования пенсионных накоплений в зависимости от структуры инвестиционного портфеля, а также повышению минимального уровня достаточности собственных средств НПФ, участвующих в системе гарантирования прав застрахованных лиц. Предлагается введение государственных гарантий неотрицательности реальной доходности инвестиций государственной управляющей компании и механизма

их реализации, предусматривающего выплату субсидий из федерального бюджета Пенсионному фонду России для пополнения пенсионных счетов застрахованных лиц. Выявляются резервы снижения операционных издержек накопительного компонента российской пенсионной системы, связанные со стимулированием слияний и поглощений НПФ и снятием ограничений на самостоятельное размещение ими пенсионных накоплений и резервов.

Annotation.

The paper analyses the regulation framework aimed to limit investment risks of private pension funds and asset management companies working with pension savings. The consequences of the Russian funded pension system reform of 2013 are evaluated, and the mandatory nature of funded pensions is advocated in order to diversify long-term risks of the insured.

In order to lay foundations for the implementation of the life-cycle investment strategy, the paper formulates propositions to adjust constraints on the structure of pension savings investment to the age of the insured and to relax the procedure of guarantee compensation of the pension savings. The necessity of expanding the scope of financial instruments for pension savings investment for the youngest insured and to relax the requirement for non-negative return on investments of private pension funds and asset management companies at short-term intervals is advocated.

The introduction of a guarantee of positive real return on investments of the public asset management company backed by the subsidy from the federal budget to the Pension Fund of Russia for replenishment of pension accounts in case of real depreciation of the pension savings is suggested. The reserves for optimization of the operation costs of the Russian funded pension system are revealed in the process of mergers and acquisitions and the relaxation of restrictions on investment operations of private pension funds.

Ключевые слова: пенсионные накопления, инвестиционные риски, стратегия жизненного цикла, фонд гарантирования пенсионных накоплений, риск-ориентированное регулирование

Key words: pension savings, investment risks, life-cycle investment strategy, pension savings guarantee fund, risk-based regulation

Российская пенсионная система, как и пенсионные системы многих других стран мира, 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 законов¹, который существенно изменил

¹ Федеральный закон от 04.12.2013 №351-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации по вопросам обязательного пенсионного страхования в части права выбора застрахованными лицами варианта пенсионного обеспечения»; Федеральный закон от 28.12.2013 №410-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О негосударственных пенсион-

условия функционирования и перспективы развития накопительной составляющей российской пенсионной системы. Это привело к следующим принципиальным изменениям:

- Отменяется обязательный характер участия в формировании накопительной пенсии, причем по умолчанию российский гражданин становится участником только распределительной пенсионной системы, основанной на принципе солидарности поколений, в которой пенсии выплачиваются за счет текущих поступлений страховых взносов и трансфертов из бюджета;
- Негосударственные пенсионные фонды (НПФ), заинтересованные в работе с пенсионными накоплениями, должны преобразоваться из некоммерческих организаций в акционерные общества;
- На базе Агентства по страхованию вкладов создается новая система гарантирования пенсионных накоплений;
- 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

В ближайшее время российским гражданам 1967 г. рождения и моложе предстоит выбрать вариант пенсионного обеспечения: формировать накопительную пенсию (по ставке 6% от заработной платы) и страховую пенсию (по ставке 16% от заработной платы) или отказаться от накопительной пенсии в пользу увеличения страховой пенсии. Учитывая недостаточно высокий уровень финансовой грамотности и социальной активности многих российских граждан, а также обоснованное недоверие к надежности долгосрочных сберегательных программ в российских условиях, можно предположить, что в дальнейшем большая часть российских граждан (как не сделавших активного выбора ранее, так и впервые выходящих на рынок труда) не будет принимать участия в формировании накопительной пенсии.

В качестве причин проведенных реформ выдвигались три основных аргумента. Во-первых, это огромный дефицит бюджета Пенсионного фонда России (ПФР), покрываемый за счет трансферта из федерального бюджета. Во-вторых, это резкое увеличение в последние годы объемов пенсионных накоплений, находящихся в распоряжении НПФ и управляющих компаний, не располагающих ни собственным капиталом, ни системами управления рисками, адекватными решению задачи обеспечения сохранности пенсионных накоплений. В-третьих, это низкая доходность инвестирования пенсионных накоплений НПФ и управляющими компаниями, не обеспечивающая их существенного прироста в реальном выражении, а

ных фондах» и отдельные законодательные акты Российской Федерации»; Федеральный закон 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»; Федеральный закон от 28.12.2013 №424-ФЗ «О накопительной пенсии»

значит, не позволяющая обеспечить высокую норму замещения заработной платы за счет накопительной пенсии.

Однако проблемы пенсионной системы невозможно решить путем сворачивания ее накопительного компонента. Основной причиной введения обязательной накопительной составляющей российской пенсионной системы в 2002 г. являются долгосрочные демографические диспропорции, связанные с тенденцией к старению населения, снижением рождаемости, увеличением продолжительности жизни и ростом количества пенсионеров, приходящихся на одного работающего. В этих условиях принцип солидарности поколений не может эффективно работать, поскольку каждое поколение находится в принципиально различных условиях.

Сворачивание накопительного компонента приводит к увеличению доходов распределительной системы в краткосрочной перспективе, но в долгосрочной перспективе обязательства государственного пенсионного фонда по выплате страховых пенсий увеличиваются, а финансовые источники их покрытия сжимаются. Поэтому самые молодые участники распределительной системы не могут рассчитывать на сохранение на прежнем уровне пенсионного возраста и индексацию пенсий по уровню инфляции – для этого в будущем просто не будет генерироваться достаточных финансовых ресурсов.

В какой-то мере осознание этого факта российскими гражданами может стимулировать развитие добровольных пенсионных программ. Однако для этого необходимы налоговые льготы, которые в России крайне незначительны (причем пенсии, выплачиваемые НПФ в рамках добровольных пенсионных программ, облагаются налогом на доходы физических лиц), положительная и ощутимая реальная доходность инвестирования пенсионных резервов (которую большинство российских НПФ не способны обеспечить вследствие чрезмерной консервативности инвестиционных стратегий, а также неблагоприятных тенденций в развитии российского финансового рынка) и низкие комиссии НПФ и управляющих компаний (которые в России существенно выше по сравнению со странами, имеющими развитые накопительные пенсионные системы). Изменение этой ситуации требует внесения изменений в налоговое законодательство, направленных на стимулирование участия в добровольных пенсионных программах, повышения эффективности инвестирования пенсионных резервов НПФ и управляющими компаниями на долгосрочном горизонте за счет изменения инвестиционных стратегий и их результативной реализации, а также снижения расходов на управление и взимаемых комиссий за счет использования эффекта масштаба и достижения операционной синергии в результате слияний и поглощений российских НПФ.

Создаваемая в России в соответствии с федеральным законом №422-ФЗ от 28.12.2013 национальная система гарантирования прав застрахованных лиц в системе обязательного

пенсионного страхования является двухуровневой и включает в себя резервы 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 инвестированы 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 восполнение 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 восполнение (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 восполнения 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 восполнения 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 восполнения 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 сохранность пенсионных накоплений 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 этом случае одним из источников покрытия убытков будут выступать кредиты Банка России. В то же время гарантийные взносы не будут ложиться тяжелым бременем на клиентов НПФ и не будут существенно повышать 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, характери-

зующиеся 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 $\left(\frac{A}{O} \geq 1,01\right)$. 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.

В качестве примера, подтверждающего точку зрения автора, можно указать на требования, установленные Датской службой финансового надзора (DFSA) в отношении достаточности собственных средств пенсионных фондов, реализующих схемы с установленными взносами, которые предусматривают предоставление гарантий по уровню минимальной доходности инвестирования пенсионных накоплений². Минимально допустимый уровень собственных средств пенсионного фонда в Дании определяется как 4% от приведенной стоимости гарантийных обязательств фонда + 0,3% стоимости рискованных активов, в которые инвестированы пенсионные накопления. В отношении пенсионных схем с установленными взносами, не предусматривающих предоставления гарантий по минимальному уровню доходности, требования к величине собственных средств фонда снижаются до 1% от стоимости управляемых фондом пенсионных накоплений. Однако в России любые обязательства фонда по добровольным программам негосударственного пенсионного обеспечения, как предусматривающим, так и не предусматривающим предоставление гарантий по уровню доходности инвестирования пенсионных накоплений, вообще не принимаются во внимание при расчете норматива достаточности собственных средств.

Одним из основных требований, предъявляемым 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 ограничениям³.

² Rocha R., Brunner G., Hinz R. Risk-based supervision of pension funds. Emerging practices and challenges. – Wash.: The World Bank, 2008. – p.21.

³ Данные ограничения установлены статьей 26 Федерального закона от 24.07.2002 №111-ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации», статьей 36.15 Федерального закона от 07.04.1998 г. №75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах», постановлением Правительства Российской Федерации от 30.06.2003 №379 «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений в отдельные классы активов и определении максимальной доли отдельных классов активов в инвестиционном портфеле в соответствии со статьями 26 и 28 Федерального закона «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации» и статьей 36.15 Федерального закона «О негосударственных пенсионных фондах», а также постановлением Правительства Российской Федерации от 13.12.2006 №761 «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений в депозиты в валюте Российской Федерации и иностранной валюте в кредитных организациях и накоплений для жилищного обеспечения военнослужащих в депозиты в рублях в кредитных организациях»

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.

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% |

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 вхо-

дить в его состав. Напротив, пенсионные накопления лиц зрелого возраста должны инвестироваться в достаточно консервативные инструменты, 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.

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.

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.

Несмотря на то, что действующее законодательство позволяет НПФ и частным управляющим компаниям размещать значительную часть пенсионных накоплений в акции и облигации российских эмитентов, фактическая структура инвестирования пенсионных накоплений является крайне консервативной (табл.2).

Таблица 2.

Структура инвестиционного портфеля пенсионных накоплений на конец 2012 г., %

| | НПФ | ЧУК ⁴ | ГУК ⁵ | Итого |
|--|------|------------------|------------------|-------|
| Денежные средства на счетах в кредитных организациях | 7,0 | 4,9 | 5,4 | 5,9 |
| Депозиты в рублях в кредитных организациях | 39,1 | 8,6 | 15,7 | 22,1 |
| Государственные ценные бумаги Российской Федерации | 2,8 | 7,6 | 57,5 | 41,3 |
| Государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации | 7,1 | 12 | 0,3 | 2,4 |
| Муниципальные облигации | 0,0 | 0,2 | 0,0 | 0,003 |
| Облигации российских компаний | 34,1 | 48,4 | 15,9 | 21,6 |
| Облигации с ипотечным покрытием | 0,3 | 0,6 | 2,2 | 1,5 |
| Акции российских эмитентов | 6,3 | 13,7 | 0,0 | 2,0 |
| Дебиторская задолженность | 0,0 | 4,0 | 1,4 | 1,1 |
| Ценные бумаги международных финансовых организаций | 0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,1 |
| Прочие активы | 3,0 | 0,0 | 1,6 | 2,0 |

⁴ частные управляющие компании, взаимодействующие с ПФР

⁵ расширенный портфель государственной управляющей компании

Источник: Обзор инвестирования средств пенсионных накоплений в 2012 г. – М.: Минфин России, 2013. – с.17-22.

URL: [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).

И негосударственные пенсионные фонды, и частные управляющие компании, работающие по договорам доверительного управления с ПФР, и государственная управляющая компания (ГУК) размещают большую часть пенсионных накоплений в высоконадежные финансовые инструменты с фиксированной доходностью. В то же время прослеживается и определенная дифференциация инвестиционных стратегий.

Основными объектами инвестиций НПФ в части размещения пенсионных накоплений являются банковские депозиты и облигации российских компаний. Почти половина портфеля частных управляющих компаний, работающих по договорам с ПФР, размещена в облигации российских компаний, более половины расширенного портфеля ГУК компании размещено в государственные облигации Российской Федерации.

Наиболее активно риски, связанные с инвестированием в акции, принимают частные управляющие компании, хотя доля инвестиций в акции (13,7%) даже у них существенно ниже, чем, например, у американских пенсионных фондов. Доля вложений в акции у НПФ более чем в 2 раза ниже, чем у частных управляющих компаний. В соответствии с установленными для нее более жесткими ограничениями ГУК инвестиций в акции вообще не осуществляет.

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

Таблица 3.

Доходность инвестирования пенсионных накоплений, % годовых.

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---|--------|-------|--------|-------|-------|
| 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 |
| Негосударственные пенсионные фонды – минимальная | 0,7 | 0,1 | -9,86 | -0,01 | -4,44 |
| Негосударственные пенсионные фонды – 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 России за 2013 г. – М.: 2014. – с.28; Обзор инвестирования средств пенсионных накоплений в 2012 г. – М.: Минфин России, 2013. – с.27.

URL: [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).

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.3) вряд ли можно признать совершенно неудовлетворительными. Реальная среднегодовая доходность инвестиций для расширенного инвестиционного портфеля 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. Однако прирост остатков на накопительных пенсионных счетах застрахованных лиц меньше доходности инвестирования вследствие комиссий, взимаемых финансовыми посредниками, и задержек в перечислении накопительных взносов из ПФР.

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 подверженности участников накопительной пенсионной системы воздействию рыночных рисков Ф.Модильяни и его соавторами была предложена концепция, в которой все инвестиционные риски принимает на себя государство⁶. 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. Разность между финансовым результатом по итогам года, полученным управляющей компаний, 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 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

⁶ Modigliani F., Muraldhir A. Rethinking pension reform. – Cambridge: Cambridge university press, 2004. – p.210.

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 государственной управляющей компании, 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 субсидий из федерального бюджета, предназначенных для компенсации снижения стоимости пенсионных накоплений в реальном выражении, можно предусмотреть формирование специального резервного фонда за счет доходов от инвестирования пенсионных накоплений ГУК, превышающих темпы инфляции, который будет служить 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, причем размер выплачиваемых субсидий будет отрицательно коррелировать с дефицитом федерального бюджета (в условиях высокого бюджетного дефицита субсидии не будут выплачиваться, поскольку государственные облигации будут обеспечивать положительную реальную доходность). С точки зре-

ния 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. Возможность получения такой доходности на долгосрочном горизонте инвестирования предполагает принятие значительных рисков, сопряженных с достаточно частым получением отрицательной реальной доходности на краткосрочных (ежегодных) временных интервалах.

Поэтому застрахованным лицам можно предоставить следующий выбор. Или они используют услуги ГУК и получают гарантированную защиту своих пенсионных накоплений от инфляционного обесценивания, или они 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 (через механизм формирования и использования соответствующего гарантийного фонда, а в случае его недостаточности - привлечения кредитов Банка России) 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 Российской Федерации, 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 формирование и инвестирование пенсионных накоплений. Действующий в настоящее время порядок, предполагающий участие только одного страховщика (ПФР или НПФ) в формировании пенсионных накоплений каждого застрахованного лица, можно заменить на более гибкую модель, позволяющую застрахованному лицу разделять свои накопительные взносы между двумя страховщиками или по крайней мере 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 (которую тот проявляет в выборе пропорций распределения накопительных взносов между консервативной и агрессивной инвестиционными стратегиями, реализуемыми государственной и частной управляющими компаниями).

Большие резервы повышения эффективности НПФ связаны также со снятием необоснованных ограничений на их деятельность и искусственным 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 резервов и пенсионных накоплений.

Фактически единственным видом инвестиционной деятельности, которым НПФ могут заниматься без посредничества управляющих компаний, является размещение пенсионных резервов (формируемых в рамках добровольных пенсионных программ) 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 резервов и пенсионных накоплений 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).

Список литературы

1. Годовой отчет Пенсионного фонда России за 2013 г. – М.: 2014. – 88 с.
2. Йермо Х. Развитие накопительной пенсионной системы России. Международный опыт и

- рекомендации. – Париж: Изд-во ОЭСР, 2013. – 135 с. URL: <http://www.oecd.org/pensions/RussaFundedPensionSystem2013.pdf> (дата обращения: 12.06.2014) (на англ. яз.)
3. Модильяни Ф., Мюралдхир А. Переосмысление пенсионной реформы. – Кембридж: Изд-во Кембриджского университета, 2004. – 235 с. (на англ. яз.)
4. Обзор инвестирования средств пенсионных накоплений в 2012 г. – М.: Минфин России, 2013. – 78 с. URL: [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) (дата обращения: 12.06.2014);
5. Роча Р., Бруннер Г., Хинц Р. Риск-ориентированный надзор за пенсионными фондами. Формирующаяся практика и проблемы. – Вашингтон: Изд-во Всемирного банка, 2008. – 215 с. (на англ. яз.)

References

1. Annual report of the Pension Fund of Russia. – М.: 2014. – 88 p. (in Russian)
2. Modigliany F., Muraldhir A. Rethinking pension reform. – Cambridge: Cambridge university press, 2004. – 235 p.
3. Review of investments of pension savings in 2012. – М.: Russian Ministry of Finance, 2013. URL: [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) (date of access: 12.06.2014) (in Russian)
4. Rocha R., Brunner G., Hinz R. Risk-based supervision of pension funds. Emerging practices and challenges. – Wash.: The World Bank, 2008. – 215 p.
5. Yermo J. Developing a funded pension system in Russia. International evidence and recommendations. – OECD, June 2013. – 135 p. URL: <http://www.oecd.org/pensions/RussaFundedPensionSystem2013.pdf> (date of access: 12.06.2014)