

Информационно-аналитический бюллетень

№ 40

май 2003 г.

Проблемы становления накопительной части системы обязательного пенсионного обеспечения

Автор: Кокорев Р.А.

Редактор: Шаститко А.Е.

Аннотация

Рассматривается комплекс проблем, связанных с ключевым направлением российской пенсионной реформы - созданием и развитием накопительного компонента трудовых пенсий. Дается общая характеристика содержания и целей пенсионной реформы, кратко описывается текущая ситуация в пенсионной сфере. Обсуждаются ближайшие шаги, необходимые для запуска системы инвестирования пенсионных накоплений, и потенциальные узкие места этой системы в краткосрочной перспективе. Отдельный блок посвящен институциональным проблемам реформы: правам собственности на средства пенсионных накоплений, распределению инвестиционных рисков, возможной системы гарантий. В заключение обсуждаются проблемы информационного обеспечения реформы и ее возможное влияние на развитие финансовых рынков.

© Бюро экономического анализа, 2003

© Кокорев Р.А., 2003

Содержание

1. Содержание и цели пенсионной реформы	2
2. Текущее положение дел в пенсионной сфере	4
3. Ближайшие задачи в сфере инвестирования накопительной части трудовых пенсий	10
3.1. Завершение формирования нормативной базы	11
3.2. Выверка счетов и рассылка уведомлений	13
3.3. Проведение конкурсов для отбора управляющих и спецдепозитария	14
3.4. Страхование ответственности управляющих и спецдепозитария	15
3.5. Информирование населения	16
4. Узкие места и риски первого этапа	18
4.1. Состояние лицевых счетов	19
4.2. Добросовестность конкуренции между управляющими компаниями	20
4.3. Осмысленность выбора управляющей компании	22
4.4. Удобство процедур заверения подписей и передачи заявлений в ПФР	24
4.5. Быстрота и безошибочность обработки заявлений в ПФР	26
4.6. Воздействие перевода средств из ПФР в УК на состояние финансовых рынков	27
5. Последующие институциональные проблемы пенсионной реформы	28
5.1. Право собственности на средства пенсионных накоплений	28
5.2. Распределение инвестиционных рисков	31
5.3. Возможная система гарантий	33
5.4. Ведение отдельных счетов застрахованных лиц управляющими компаниями	34
5.5. Правовой статус Пенсионного фонда России	35
5.6. Правовой статус государственной управляющей компании	36
6. Информационные проблемы реформы	38
7. Прогноз влияния пенсионной реформы на финансовые рынки	40
7.1. Ожидаемые объемы поступлений и их соотношение с объемами рынков	40
7.2. Допустимые направления инвестирования	41
Выводы	44
Литература:	45

Введение

Термин «пенсионная реформа» не имеет единообразного определения и может пониматься по-разному в зависимости от контекста или от целей исследования. На протяжении последнего десятилетия достаточно сильно менялись представления о задачах, содержании и путях российской пенсионной реформы¹. В настоящее время выделяются следующие основные ее направления:

- модификация распределительной пенсионной системы в плане усиления взаимосвязи между полученной за время трудового стажа зарплатой (точнее, уплаченных с нее пенсионных взносов) и размером пенсии;
- формирование накопительного компонента обязательной (государственной) пенсионной системы;
- изменение системы льготных пенсий, назначаемых в связи с тяжелыми условиями труда, путем создания профессиональных пенсионных систем (ППС);
- развитие дополнительного, или добровольного, пенсионного обеспечения (ДПО);
- улучшение технологического и информационного обеспечения пенсионной сферы.

В данном бюллетене анализируется главным образом состояние накопительного сектора пенсионной сферы, развитие которого, по нашему мнению, является наиболее важной частью предстоящих институциональных изменений. Текущие проблемы распределительного сектора лишь кратко затрагиваются в начале бюллетеня и не являются предметом подробного анализа. Перспективы развития ППС неясны, так как законодательство о них пока не принято и остается предметом дискуссий. Что же касается сферы ДПО, то текущее состояние негосударственных пенсионных фондов является темой отдельного исследования.

1. Содержание и цели пенсионной реформы

Как известно, вплоть до окончания 2001 года пенсионная система России была полностью распределительной (принцип «солидарности поколений»), т.е. финансирование текущих пенсий осуществлялось исключительно за счет средств, собираемых с работодателей в виде налогов или квази-налогов на фонд оплаты труда. Можно обсуждать интересный вопрос о том, является ли такая система «системой пенсионного страхования», или же в условиях выравнивания размера пенсий и их отрыва от получаемых зарплат ей более приличествует название «системы социального вспомоществования» («собес»), но основной принцип прост и понятен: собранные пенсионные взносы не инвестируются, а тратятся сразу.

Причины кризиса распределительной системы многократно и подробно описаны в литературе,² и мы не будем снова пересказывать их. С математической точки зрения, при снижении отношения численности работающего населения к численности

¹ О развитии концепций пенсионной реформы в России и состоянии пенсионной системы после кризиса 1998 г. см. Обзор экономической политики в России за 2001 год. Под ред. А.В.Полетаева. Бюро экономического анализа. ТЕИС, Москва, 2002. С.149.

² См., напр., Астапович А.З. и др. Институциональная инфраструктура пенсионной реформы в России. БЭА, Москва, 1998; Григорьев Л., Гурвич Е., Саватюгин А. Анализ и прогноз развития финансовых рынков в России. Москва, 2003.

пенсионеров³ нельзя построить устойчивую модель распределительной системы с постоянными значениями налоговой нагрузки, пенсионного возраста и коэффициента замещения⁴. Приходится либо увеличивать налоги, либо повышать пенсионный возраст⁵, либо уменьшать коэффициент замещения. Либо - реформировать систему и искать решение проблем за ее пределами.

Изменения в принципах начисления и выплаты *распределительных пенсий* (минимально необходимый стаж; период, зарплата за который учитывается при определении размера пенсии; степень учета полученной зарплаты/уплаченных пенсионных взносов; система индексаций; предельное соотношение минимальной пенсии и прожиточного минимума; предельный уровень максимальной пенсии; разделение пенсии на базовую и страховую; введение условно-накопительных счетов и т.д.), при всей своей важности, сами по себе вряд ли заслуживают названия «пенсионная *реформа*». За период 1991-2001 гг. такие изменения происходили многократно⁶. Они корректировали пенсионную систему с учетом финансовых возможностей государства и представлений об относительной социальной справедливости, - но не привели и не могут привести к кардинальному улучшению положения в пенсионной сфере ни в текущем, ни в долгосрочном плане.

Главные изменения – *введение накопительного элемента* в систему обязательного пенсионного обеспечения и *допуск частных финансовых институтов* к управлению (инвестированию) пенсионных накоплений⁷. Конечно, в краткосрочном аспекте эти изменения так же не могут улучшить ситуацию, как и модификация распределительных принципов. Более того, в переходный период нагрузка на пенсионную систему в целом должна возрасти (чтобы сохранить хотя бы неизменный уровень пенсионного обеспечения для нынешних пенсионеров и при этом накапливать средства для пенсионеров будущих). Но в долгосрочном плане от введения накопительных пенсий можно ожидать следующих благоприятных изменений:

- повышение благосостояния будущих пенсионеров за счет длительного срока накопления средств для финансирования пенсий;
- привлечение пенсионных «длинных денег» в качестве инвестиций в экономику страны, и как следствие - обеспечение более высоких темпов экономического роста;
- снижение нагрузки на государственную пенсионную систему;
- повышение доли официальных («белых») зарплат, и как следствие - развитие рынка труда;
- развитие фондового рынка и финансовой инфраструктуры.

Перечисленные сдвиги касаются практически всех сфер экономической и социальной жизни, поэтому пенсионная реформа является на сегодняшний день одним из важнейших институциональных изменений в России. Очень важно полностью использовать ее потенциал. Однако следует признать, что уровень готовности всех основных участников процесса (государства, частного бизнеса и населения) к участию в реформе весьма далек от идеального.

³ Происходящего из-за снижения рождаемости и роста продолжительности жизни.

⁴ Коэффициент замещения - отношение пенсии к зарплате.

⁵ Для России это сегодня неприемлемо из-за неизбежного роста социальной напряженности.

⁶ В базовый Закон «О государственных пенсиях в Российской Федерации от 20.11.1990 № 340-1 в 1991-2001 гг. изменения вносились 46 раз (источник: система правовой информации «Консультант+»).

⁷ Ниже мы постараемся показать, почему первое без второго практически бессмысленно

Если до 2001 года во властных структурах и в обществе существовали серьезные разногласия по поводу самого содержания пенсионной реформы и ее базовых принципов, то сегодня необходимость создания накопительной системы практически не оспаривается ключевыми участниками процесса, в том числе Правительством, министерствами, руководством ПФР, участниками финансовых рынков.

Но надо учитывать, что в рамках накопительной системы также возможны разнообразные модели, различающиеся прежде всего по степени либерализации данного сектора и роли государственных структур в его функционировании. От того, какие решения будут приниматься на соответствующих «развилках», зависит развитие системы на десятилетия вперед. Один из основных вопросов - какая часть от накапливаемых сумм будет вкладываться посредством частных финансовых институтов в корпоративные ценные бумаги.

2. Текущее положение дел в пенсионной сфере

Ключевыми законами в области пенсионного обеспечения на сегодняшний день являются:

- Федеральный закон от 1 апреля 1996 года N 27-ФЗ «Об индивидуальном (персонифицированном) учете в системе обязательного пенсионного страхования» (в ред. Федерального закона от 31.12.2002 N 198-ФЗ);
- Федеральный закон от 15 декабря 2001 года № 166-ФЗ «О государственном пенсионном обеспечении в РФ»;
- Федеральный закон от 15 декабря 2001 года № 167-ФЗ «Об обязательном пенсионном страховании в РФ»;
- Федеральный закон от 17 декабря 2001 года № 173-ФЗ «О трудовых пенсиях в РФ»;
- Федеральный закон от 24 июля 2002 года № 111-ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в РФ»;
- Федеральный закон от 07 мая 1998 года № 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах» (в ред. Федерального закона от 10.01.2003 N 14-ФЗ).

Согласно действующему законодательству⁸, трудовая пенсия⁹ делится на базовую, страховую и накопительную часть. **Базовая часть** одинакова для большинства пенсионеров и не зависит от заработка, который получал пенсионер в прошлом¹⁰. Она индексируется с учетом инфляции. С 1 февраля 2003 года ее размер для большинства пенсионеров равен 553,7 рублей.

Страховая часть сложным образом привязана к сумме полученных за данного гражданина пенсионных взносов¹¹, учтенных на так называемом «условно-накопительном счете», и также подлежит индексации - с учетом инфляции, зарплаты и

⁸ Федеральный закон от 17.12.2001 № 173-ФЗ, ст. 5.

⁹ «Трудовая пенсия - ежемесячная денежная выплата в целях компенсации гражданам заработной платы или иного дохода, которые получали застрахованные лица перед установлением им трудовой пенсии либо утратили нетрудоспособные члены семьи застрахованных лиц в связи со смертью этих лиц» (Федеральный закон от 17.12.2001 № 173-ФЗ, ст. 2).

¹⁰ Базовая часть увеличивается по достижении 80-летнего возраста и при инвалидности III степени, а также при наличии иждивенцев

¹¹ Корректно называть их «страховыми взносами» (см. Закон № 167-ФЗ, ст. 3), но мы для большей вразумительности будем также использовать нестрогий, однако понятный термин «пенсионные взносы».

«индекса роста доходов ПФР в расчете на одного пенсионера». Именно она должна обеспечивать основную дифференциацию выплачиваемых сегодня пенсий.

Как базовая, так и страховая часть являются элементами распределительной системы: они не предполагают инвестирования собранных пенсионных взносов, а финансируются за счет распределения текущих поступлений¹².

Средний размер трудовой пенсии составил по итогам 2002 года 1379 рублей¹³, средний коэффициент замещения 31,2%¹⁴. Общая сумма выплаченных трудовых пенсий, согласно бюджету ПФР за 2002 год, должна была составить 623,9 млрд. рублей¹⁵ (данные об исполнении бюджета пока отсутствуют).

Формирование третьей части трудовой пенсии, которая именуется **накопительной**, как раз и представляет собой главную составляющую пенсионной реформы. Определенный процент пенсионных взносов, различающийся в зависимости от возраста работника и его заработка, накапливается в ПФР и учитывается в так называемой «специальной части индивидуального лицевого счета застрахованного лица». При этом разные возрастные группы в разной степени вовлечены в накопительную схему. «Старшие возраста» (мужчины 1952 г.р. и старше, женщины 1956 г.р. и старше) вообще не участвуют в этой системе. «Средние возраста» (мужчины 1953-1966 гг. рождения включительно, женщины 1957-1966 гг. рождения включительно) задействованы, но ограниченно: обязательные взносы за них в накопительную часть не превышают 2%. «Младшие возраста» (1967 г.р. и моложе) участвуют в максимальном объеме - до 6%.

¹² Формально «финансирование выплаты базовой части трудовой пенсии осуществляется за счет сумм единого социального налога (взноса), зачисляемых в федеральный бюджет, а финансирование выплаты страховой и накопительной частей трудовой пенсии - за счет средств бюджета Пенсионного фонда Российской Федерации» (Федеральный закон от 15.12.2001 № 167-ФЗ, ст. 9). Однако эту тонкость, скорее всего, не различает подавляющее большинство налогоплательщиков, не говоря уже о пенсионерах: ведь источником выплаты обоих компонентов является один и тот же налог - ЕСН. Он уплачивается в федеральный бюджет; затем половина его перечисляется из бюджета в ПФР и квалифицируется уже не как налог, а как «налоговый вычет» из ЕСН, «индивидуально возмездный обязательный платеж». А вторая половина тоже перечисляется из бюджета в ПФР и используется для выплаты базовых пенсий.

¹³ Социально-экономическое положение России. Январь 2003 года. Госкомстат, Москва, 2003. С.221.

¹⁴ Это довольно низкий уровень: так, Международная организация труда считает нормальным коэффициент замещения 60-70%, минимально приемлемым – 40%. (См. Баскаков В.Н., Лельчук А.Л., Помазкин Д.В. Моделирование пенсионной системы Российской Федерации. В: Пенсионная система: модель для России и зарубежный опыт. Москва, 2003. С.68.).

¹⁵ Федеральный закон от 29 мая 2002 года N 61-ФЗ «О бюджете Пенсионного фонда Российской Федерации на 2002 год», ст. 3.

Таблица 1. Общий тариф страхового взноса на финансирование страховой и накопительной части трудовых пенсий¹⁶.

База для начисления страховых взносов на каждого отдельного работника нарастающим итогом с начала года	Для мужчин 1952 года рождения и старше и женщин 1956 года рождения и старше		Для мужчин с 1953 по 1966 год рождения и женщин с 1957 по 1966 год рождения		Для лиц 1967 года рождения и моложе	
	на финансирование страховой части трудовой пенсии	на финансирование накопительной части трудовой пенсии	на финансирование страховой части трудовой пенсии	на финансирование накопительной части трудовой пенсии	на финансирование страховой части трудовой пенсии	на финансирование накопительной части трудовой пенсии
До 100 000 рублей	14,0 %	0,0 %	12,0 %	2,0 %	8,0 %	6,0 %
От 100 001 до 300 000 рублей	14 000 рублей + 7,9 % с суммы, превышающей 100 000 рублей	0,0 %	12 000 рублей + 6,8 % с суммы, превышающей 100 000 рублей	2 000 рублей + 1,1 % с суммы, превышающей 100 000 рублей	8 000 рублей + 4,5 % с суммы, превышающей 100 000 рублей	6 000 рублей + 3,4 % с суммы, превышающей 100 000 рублей
От 300 001 до 600 000 рублей	29 800 рублей + 3,95 % с суммы, превышающей 300 000 рублей	0,0 %	25 600 рублей + 3,39 % с суммы, превышающей 300 000 рублей	4 200 рублей + 0,56 % с суммы, превышающей 300 000 рублей	17 000 рублей + 2,26 % с суммы, превышающей 300 000 рублей	12 800 рублей + 1,69 % с суммы, превышающей 300 000 рублей
Свыше 600 000 рублей	41 650 рублей	0,0 %	35 770 рублей	5 880 рублей	23 780 рублей	17 870 рублей

Как видно, размер накопительного компонента достаточно мал в процентном отношении, к тому же в переходный период 2002-2005 гг. установлены еще более низкие проценты отчислений в накопительную часть для младших возрастов (см. Таблицу 2). Кроме того, регрессивный характер ЕСН, из которого так или иначе берутся все пенсионные взносы, накладывает свой отпечаток и на финансирование накопительной части: в случае превышения определенного размера заработка отчисления в накопительную часть прекращаются.

¹⁶ Федеральный закон от 15.12.2001 № 167-ФЗ, ст. 22, п. 2, пп. 1.

Таблица 2. Ставки страхового взноса для работников 1967 года рождения и моложе в переходный период 2002-2005 гг.¹⁷

База для начисления страховых взносов на каждого отдельного работника нарастающим итогом с начала года	2002 – 2003 годы		2004 год		2005 год	
	на финансирование страховой части трудовой пенсии	на финансирование накопительной части трудовой пенсии	на финансирование страховой части трудовой пенсии	на финансирование накопительной части трудовой пенсии	на финансирование страховой части трудовой пенсии	на финансирование накопительной части трудовой пенсии
До 100 000 рублей	11,0 %	3,0 %	10,0 %	4,0 %	9,0 %	5,0 %
От 100 001 до 300 000 рублей	11 000 рублей + 6,21 % с суммы, превышающей 100 000 рублей	3 000 рублей + 1,69 % с суммы, превышающей 100 000 рублей	10 000 рублей + 5,64 % с суммы, превышающей 100 000 рублей	4 000 рублей + 2,26 % с суммы, превышающей 100 000 рублей	9 000 рублей + 5,08 % с суммы, превышающей 100 000 рублей	5 000 рублей + 2,84 % с суммы, превышающей 100 000 рублей
От 300 001 до 600 000 рублей	23 420 рублей + 3,1 % с суммы, превышающей 300 000 рублей	6 380 рублей + 0,85 % с суммы, превышающей 300 000 рублей	21 280 рублей + 2,82 % с суммы, превышающей 300 000 рублей	8 520 рублей + 1,13 % с суммы, превышающей 300 000 рублей	19 160 рублей + 2,54 % с суммы, превышающей 300 000 рублей	10 640 рублей + 1,41 % с суммы, превышающей 300 000 рублей
Свыше 600 000 рублей	32 720 рублей	8 930 рублей	29 740 рублей	11 910 рублей	26 780 рублей	14 870 рублей

Следовательно, по итогам 2002 года ни у одного работника, даже самого высокооплачиваемого, не могло накопиться в «специальной части индивидуального лицевого счета» более 8930 рублей. Учитывая же, что официальная средняя зарплата по стране составила 4416 рублей в месяц¹⁸, или около 53000 рублей в год, то при тарифе 2% (или 3% для младших возрастов) накопления среднего гражданина за 2002 год составили около 1060 рублей (1590 рублей соответственно). Можно ожидать, что рассылка Пенсионным фондом России уведомлений о состоянии индивидуальных лицевых счетов станет для многих россиян неприятным сюрпризом.

Агрегированные данные Пенсионного фонда России дают даже меньшие цифры. Бюджет ПФР на 2002 год был утвержден по доходам в сумме 783,477 млрд. рублей, и

¹⁷ Федеральный закон от 15.12.2001 № 167-ФЗ, ст. 33, пп. 1.

¹⁸ Социально-экономическое положение России. Январь 2003 года. Госкомстат, Москва, 2003. С.216.

по расходам - в сумме 739,156 млрд. рублей (профицит 44,321 млрд. рублей)¹⁹. Результаты исполнения бюджета, по проекту соответствующего Закона, оказались лучше: они составляют 818,2 млрд. рублей по доходам и 792,4 млрд. рублей по расходам.²⁰

. Для нас, однако, представляет наибольший интерес не общий объем бюджета ПФР, а запланированная сумма: она составляла 35,1 млрд. рублей. Фактически в 2003 году было собрано 37,6 млрд. рублей. Однако из этих средств только 34,2 млрд. рублей (около 91%) распределено по индивидуальным счетам, - оставшаяся часть не удалось персонифицировать.²¹ Еще 4,2 млрд. рублей было получено в виде «доходов от временного размещения страховых взносов на накопительную часть трудовой пенсии», т.е. инвестиционного дохода. В результате законопроект устанавливает объем средств пенсионных накоплений застрахованных лиц по состоянию на 01.01.2003 в сумме 38,2 млрд. рублей.²²

(Интересно, что в газетных статьях и публичных выступлениях руководителей ПФР упоминались цифры от 34 млрд. рублей²³ до 39,4 млрд. рублей²⁴. Возможно, что в одних случаях речь шла только о сумме полученных взносов, а в других – об общей сумме средств накопительной части с учетом накопленного инвестиционного дохода).

С другой стороны, Федеральный закон «О бюджете Пенсионного фонда Российской Федерации на 2003 год» говорит о средствах пенсионных накоплений на 01.01.2003 в сумме 39,95 млрд. рублей со следующей разбивкой: страховые взносы – 38,593 млрд. рублей, «результат от временного размещения средств пенсионных накоплений» – всего лишь 1,357 млрд. рублей.²⁵ В целом мы можем оценить общую сумму средств в накопительной части по итогам 2002 года в 39 - 40 млрд. рублей.

Эта сумма выглядит весьма значительной, однако ее нужно соотнести с общим количеством граждан, за которых платятся взносы в накопительную часть: это около 36 - 38 млн. человек²⁶. Иначе говоря, в среднем на одно застрахованное лицо приходится чуть более 1000 рублей.

Как было отмечено выше, главное содержание пенсионной реформы - это не просто создание накопительного сектора в ПФР, но еще и передача пенсионных накоплений для инвестирования частным компаниям. Однако по законодательству²⁷ такая возможность появится у россиян только в конце 2003 года, и то в лучшем случае. Пока что средства, накопленные в ПФР, инвестируются его агентами - Центробанком и Внешэкономбанком - только в государственные ценные бумаги РФ.

¹⁹ Федеральный закон от 29 мая 2002 года N 61-ФЗ «О бюджете Пенсионного фонда Российской Федерации на 2002 год», ст.1.

²⁰ Проект Федерального закона «Об исполнении бюджета Пенсионного фонда Российской Федерации за 2002 год.» Материалы, представленные к заседанию Правительства РФ 15.05.2003 по исполнению бюджетов внебюджетных фондов в 2002 г.

²¹ Об этой проблеме см. раздел 4.1.

²² Проект Федерального закона «Об исполнении бюджета Пенсионного фонда Российской Федерации за 2002 год.»

²³ Например, выступление председателя правления ПФР М.Зурабова на семинаре «Пенсионная реформа: доверие и инвестиции» в ГУ - ВШЭ 23.04.2003.

²⁴ Интервью советника председателя правления ПФР В.Вьюницкого пенсионному порталу PensionLine (www.pensionline.ru) от 12.03.2003.

²⁵ Федеральный закон от 31.12.2002 № 197-ФЗ, приложение 5.

²⁶ Данные в различных публикациях расходятся.

²⁷ Федеральный закон от 24.07.2002 № 111-ФЗ, ст.ст. 32, 41, 43.

Результаты этого инвестирования в прошлом году являются предметом гордости ПФР, поскольку, по различным данным, вложения в рублевые и валютные гособлигации, сделанные в разные моменты времени в 2002 году, принесли фонду доходность от 20 до 40% годовых. Однако проверить эти данные сложно, поскольку ПФР является одной из самых информационно закрытых федеральных структур. Достаточно сказать, что он не имеет своего сайта в Интернете! Нам остается только доверять сведениям руководства фонда и публикациям в прессе.

Но даже если эти данные верны, они еще не говорят о высоком качестве управления пенсионными накоплениями ПФР со стороны его агентов (Центрального банка и Внешэкономбанка). Дело в том, что указанная высокая доходность была заработана главным образом не на купонных выплатах, а благодаря росту курса российских госбумаг, происходившему на протяжении 2002 года. Этот рост, в свою очередь, был связан, с одной стороны, с повышением надежности России в качестве заемщика (и, следовательно, инвестиционной привлекательности российского госдолга) в глазах внутренних и внешних инвесторов, а с другой стороны, с увеличением спроса на эти бумаги со стороны самого же ПФР. Пенсионный фонд наряду с другими крупными покупателями в известном смысле сам сформировал высокую «доходность за период держания» (holding-period return, HPR), повышая цены облигаций и тем самым снижая доходность к погашению (yield to maturity).

Вставка 1. Доходность некоторых операций с валютными гособлигациями.

31 июля 2002 г. можно было купить валютные облигации «Россия-28» по «чистой цене» 116% от номинала, что соответствовало доходности к погашению 10,9% годовых. 31 января 2003 г. эти облигации стоили уже 137 % от номинала (доходность к погашению 9% годовых). За этот период по ним был выплачен купон в размере 6,375% от номинала. HPR за полгода²⁸ составляет $(137 - 116 + 6,375)/(116 + 1,28) = 23,3\%$, а за год по номинальной ставке - 46,6% годовых, по эффективной ставке - 52,1% годовых.

Тогда же можно было купить валютные облигации «Россия-30» по 66,5% от номинала (доходность к погашению 11% годовых). 31 января 2003 г. они стоили 81,7 % от номинала (доходность к погашению 8,7% годовых). За этот период по ним был выплачен купон в размере 2,5% от номинала. HPR за полгода²⁹ составляет $(81,7 - 66,5 + 2,5)/(66,5 + 1,67) = 23,0\%$, а за год по номинальной ставке - 46,0% годовых, по эффективной ставке - 51,3% годовых.

Источник: «Ведомости», данные УК «Тройка Диалог».

Очевидно, что такой рост котировок российских госбумаг не может продолжаться бесконечно. Так, на 30 апреля 2003 г. доходность российских гособлигаций находится на уровне 5,5 - 8,7% для рублевых бумаг и 3,6 - 7,9% для валютных (см. таблицу 3):

²⁸ В знаменателе к «чистой» цене прибавлен накопленный купонный доход на соответствующую дату в размере 1,28%.

²⁹ В знаменателе к «чистой» цене прибавлен накопленный купонный доход на соответствующую дату в размере 1,67%.

Таблица 3. Цены и доходности отдельных российских гособлигаций на 29.04.03.

Выпуск	Дата погашения	Цена, % от номинала	Доходность к погашению, %
RU 21165	23.07.2003	98,68	5,88
RU 27016	20.08.2003	101,82	6,21
RU 27017	04.08.2004	105,68	7,24
RU 27021	20.04.2005	110,14	7,19
RU 46002	08.08.2012	107,33	8,67
RU 46014	29.08.2018	103,20	8,71
Россия-03, USD	10.06.2003	100,875	4,41
Россия-05, USD	24.07.2005	110,625	3,62
Россия-07, USD	26.06.2007	118,875	4,85
Россия-10, USD	31.03.2010	111,875	5,36
Россия-18, USD	24.07.2018	132,375	7,37
Россия-30, USD	31.03.2030	88,625	7,77

Источник: «Ведомости» от 30.04.2003.

Судя по приведенным цифрам, а также по общей ситуации на рынке (Министерство финансов РФ постоянно указывает, что не нуждается в деньгах, и занимает под ставки заведомо более низкие, чем ожидаемая инфляция), в предстоящие годы ПФР явно не сможет повторить своих успехов 2002 года в отношении доходности от инвестиций.

В 2003 году поступления в ПФР страховых взносов для финансирования накопительной части трудовых пенсий запланированы в сумме 49,47 млрд. рублей.³⁰ Однако распорядиться этими средствами застрахованные лица смогут только в конце 2004 года. До этого момента они по-прежнему будут инвестироваться ПФР только в государственные облигации.³¹

3. Ближайшие задачи в сфере инвестирования накопительной части трудовых пенсий

После краткой констатации текущего положения дел перейдем к обзору существующих проблем и необходимых действий со стороны основных участников процесса пенсионной реформы.

Все граждане, за которых уплачивались пенсионные взносы в ПФР («застрахованные лица»), приобретают с 2003 года право выбора: оставить накопленные средства в ПФР, и тогда они будут инвестироваться государственной управляющей компанией в государственные же ценные бумаги, - либо передать их под управление частной управляющей компании (далее - УК). Календарный график событий должен выглядеть следующим образом:

³⁰ Федеральный закон от 31.12.2002 № 197-ФЗ, приложение 2.

³¹ Или ипотечные ценные бумаги с государственной гарантией, если они к тому времени появятся в России.

- не позднее 1 июля ПФР высылает каждому застрахованному лицу бланк заявления о выборе инвестиционного портфеля, а также отчет о состоянии его лицевого счета;

- не позднее 1 октября гражданин должен принести или прислать в ПФР заполненное заявление о том, что он выбрал какую-либо управляющую компанию (при отсутствии заявления ПФР автоматически передает его средства в государственную УК);

- не позднее 1 декабря ПФР рассматривает полученные заявления;

- не позднее 31 декабря ПФР переводит деньги управляющим компаниям³².

Для того, чтобы запустить процесс передачи средств пенсионных накоплений, необходимы следующие условия:

- Принятие целого ряда нормативных актов, главным образом постановлений Правительства РФ;
- Выверка Пенсионным фондом России данных о состоянии индивидуальных лицевых счетов и рассылка уведомлений застрахованным лицам;
- Проведение конкурса для отбора управляющих компаний и специализированного депозитария;
- Определенность в отношении страхования ответственности управляющих компаний и специализированного депозитария;
- Проведение информационной кампании среди населения

Остановимся подробнее на некоторых моментах.

3.1. Завершение формирования нормативной базы

Закон № 111-ФЗ, несмотря на детальную проработку некоторых аспектов инвестирования пенсионных накоплений, все же не может считаться законом прямого действия. Для запуска системы необходимо принятие ряда нормативных актов, предусмотренных в этом Законе.

Вставка 2. Перечень документов, принятие которых необходимо для передачи инвестирования пенсионных накоплений частным компаниям.

- Положение об уполномоченном федеральном органе исполнительной власти по регулированию, контролю и надзору в сфере формирования и инвестирования средств пенсионных накоплений (далее - уполномоченный федеральный орган) - утверждается Правительством (ст. 7 п.1 Закона);
- Положение об Общественном совете по инвестированию средств пенсионных накоплений (далее - Общественный совет) - утверждается Президентом Российской Федерации (ст. 8 п.6 Закона);
- Порядок организации и проведения конкурсов для заключения договоров со специализированным депозитарием и управляющими компаниями - устанавливается Правительством (ст. 19 п.3 Закона);

³² Такой график установлен Федеральным законом № 111-ФЗ, но, строго говоря, он становится обязательным с 2004 г. В 2003 г. сроки соответствующих мероприятий, согласно п.1 ст. 41 того же Закона, устанавливаются Правительством РФ.

- Типовой договор ПФР с управляющими компаниями - утверждается Правительством (ст. 18 п.11 Закона);
- Порядок утверждения формы бланка заявления о выборе инвестиционного портфеля (управляющей компании) и инструкция по его заполнению - определяется Правительством (ст. 32 п.2 Закона);
- Порядок утверждения формы соглашения между ПФР и другими организациями о взаимном удостоверении подписей (*это необходимо, чтобы упростить оформление бланков заявления без обращений к нотариусам или в ПФР непосредственно - Авт.*) - определяется Правительством (ст. 32 п.4 пп. 3 Закона);
- требования к структуре инвестиционного портфеля в части максимальных долей отдельных классов активов - определяется Правительством (ст. 28 п.2 Закона);
- страховые тарифы по обязательному страхованию ответственности управляющих и спецдепозитария (их предельные уровни, структура и порядок их применения) - устанавливаются Правительством (ст. 25 п.11 Закона);
- Порядок взимания платы за перевод средств пенсионных накоплений в инвестиционный портфель управляющей компании - устанавливается Правительством (ст. 34 п.5 Закона);
- Типовой договор ПФР со специализированным депозитарием - утверждается Правительством (ст. 17 п.5 Закона);
- Типовой договор между управляющей компанией и специализированным депозитарием - утверждается Правительством (ст. 20 п.3 Закона);
- Типовой кодекс профессиональной этики, на основе которого должны принять свои кодексы профессиональной этики управляющие, брокеры и спецдепозитарии, - утверждается Правительством (ст. 36 п.2 Закона);
- Порядок проведения аудита управляющих компаний и спецдепозитария - определяется Правительством (ст.9 п.1 Закона).

По состоянию на конец апреля 2003 г., из всех этих документов принят только один (!) – Постановление Правительства от 02.04.03 № 190 «Об уполномоченном федеральном органе исполнительной власти по регулированию, контролю и надзору в сфере формирования и инвестирования средств пенсионных накоплений»: таковым было назначено Министерство финансов³³. В отношении многих других документов известно лишь, что их проекты давно разработаны и даже зачастую уже внесены в Правительство (головной разработчик - Министерство экономического развития и торговли, но по некоторым документам разработчиками выступали и иные ведомства, например, Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг). Очевидно, что отсутствие нормативно-правовой базы создает такую неопределенность для участников рынка, которая может оказать значительное негативное воздействие на ход пенсионной реформы.

³³ Следует также упомянуть Постановление от 22 января 2003 г. N 34 «О назначении Банка внешнеэкономической деятельности СССР (Внешэкономбанка) государственной управляющей компанией по доверительному управлению средствами пенсионных накоплений». Формально оно также относится к «пенсионному корпусу» нормативных актов, но, строго говоря, не является необходимым на данном этапе реформы: его можно было принять даже в декабре 2003 года.

Операции по вложению временно свободных средств резерва ПФР и пенсионных накоплений ПФР в качестве его агента в 2002 - 2003 гг. Внешэкономбанк осуществляет на основании других Постановлений Правительства: от 31.08.2002 № 652, от 18.09.2002 № 681, от 04.04.2003 № 198.

3.2. Выверка счетов и рассылка уведомлений

Сверка Пенсионным фондом России данных о состоянии индивидуальных лицевых счетов является чисто технической, но очень громоздкой и сложной операцией. Дело в том, что на протяжении года работодатели уплачивают средства в ПФР³⁴ без разбивки по конкретным работникам, единым платежом, и ПФР не распределяет их по индивидуальным счетам. По окончании календарного года (не позднее 30 марта) работодатели обязаны сдать налоговую декларацию по ЕСН с расшифровкой уплаченных взносов по работникам. ПФР сверяет эти данные со сведениями, полученными от Федерального казначейства и от Министерства по налогам и сборам, а уже потом производит зачисление средств на индивидуальные счета (причем надо выверить не только «специальную часть» счета, отражающую накопительный компонент, но и отразить в условно-накопительной части счета сведения о всех поступивших взносах, от которых зависит будущая страховая пенсия данного работника).

Руководство Пенсионного фонда России не раз отмечало, что это самая трудоемкая и технологически сложная задача для ПФР в текущем году: необходимо распределить порядка 246 - 251 млрд. рублей³⁵ (цифры в различных публикациях расходятся) по примерно 70 - 71 миллионам счетов³⁶, причем данные из трех разных источников далеко не всегда совпадают. Однако по состоянию на конец апреля ПФР удалось распределить по индивидуальным счетам более 98,5% всех поступивших взносов.

По мере совершенствования документооборота в пенсионной сфере и автоматизации осуществления и обработки платежей неизбежно встанет вопрос о целесообразности такой многоступенчатой системы движения денег и информации (см. раздел 4.1).

Отметим, что в законодательстве остался абсолютно не решенным вопрос о порядке распределения инвестиционного дохода за прошедший период между индивидуальными лицевыми счетами. С одной стороны, пенсионные взносы в течение года поступали неравномерно, с другой стороны, внутригодовая динамика поступающих взносов на счете не отражается, с третьей стороны, доходы от инвестирования пенсионных накоплений в разные периоды были разными. Справедливое начисление дохода в таких условиях практически невозможно. Наиболее вероятно, что ПФР механически поделит всю сумму инвестиционного дохода за 2002 год между индивидуальными счетами пропорционально остаткам на счетах по состоянию на 31.12.2002.

После выверки счетов ПФР должен будет произвести рассылку застрахованным лицам уведомлений, содержащих отчет о состоянии специальной части индивидуального лицевого счета (т.е. указание суммы, которую гражданин может поручить перевести в частную УК), а также бланк заявления о переводе средств из ПФР в УК с инструкцией по его заполнению. Здесь также есть технологические проблемы -

³⁴ Точнее, эти средства уплачиваются в налоговые органы, которые в дальнейшем переводят их в ПФР. Целесообразность таких дополнительных транзакций сама по себе сомнительна.

³⁵ Согласно Федеральному закону «О бюджете ПФР на 2002 год», речь должна идти примерно о 280 млрд. рублей. Однако часть платежей за 2002 год приходит от работодателей в ПФР только в 2003 году из-за особенностей технологии начисления (это не связано с нарушениями налогового законодательства), и эти средства будут разнесены по индивидуальным счетам только к следующему году.

³⁶ См., напр., Гудков А. Реформа с дефицитом. - «Время новостей», 25.04.2003.

напечатать 36-38 миллионов уведомлений, разложить их по конвертам. Кроме того, сама рассылка в течение нескольких недель такого количества почтовых отправок станет испытанием и для почтовой службы (руководство ПФР неоднократно упоминало о возможных технологических сбоях на этом участке).

Если гражданин не отправит заполненное заявление в ПФР, он будет считаться выбравшим государственную управляющую компанию - или, попросту говоря, «оставшимся в ПФР». Очевидно, что таких граждан (для краткости называемых в пенсионных кругах «молчунами») в первое время будет большинство, а тех, кто выберет переход в УК, - меньшинство, однако прогнозы по поводу их соотношения расходятся достаточно сильно.

3.3. Проведение конкурсов для отбора управляющих и спецдепозитария

Закон № 111-ФЗ достаточно разумно требует, чтобы заключение Пенсионным фондом РФ договора на оказание услуг спецдепозитария и договоров доверительного управления с управляющими компаниями происходило на конкурсной основе. Ведь УК, которым будет доверено инвестирование средств пенсионных накоплений, должны обладать достаточным опытом, профессиональной квалификацией, а также достаточным собственным капиталом. Еще выше требования к специализированному депозитарию, который будет хранить и учитывать активы, в которые инвестируются пенсионные накопления, а также контролировать деятельность УК на предмет их соответствия законодательству. (Спецдепозитарий по закону должен быть один для всех управляющих компаний.)

На сегодняшний день положение о конкурсах не принято, как и большинство вышеупомянутых нормативных актов, хотя на протяжении последних четырех-пяти месяцев обсуждалось несколько его проектов. Надо понимать, что четких и несомненных критериев отбора УК пока не существует, и их установление является в большей мере вопросом политической воли, чем экономической обоснованности: так, понятно, что компания должна иметь опыт работы в сфере доверительного управления активами, но должен ли этот опыт составлять 1 год, 3 года или 5 лет - объективно сказать нельзя.

Между тем от жесткости требований конкурса по отношению к УК напрямую зависит количество компаний, допущенных к перспективному новому рынку. Мнение чиновников, готовивших проекты, колебалось, как маятник: от идеи максимального ужесточения условий конкурса (чтобы ограничить количество управляющих несколькими крупнейшими компаниями³⁷) - до предложения ослабить ограничения настолько, чтобы круг участников расширился до 40-50 УК³⁸. В первом случае возникает угроза монополизации нового рынка, во втором - невозможность осмысленного выбора из очень большого числа УК и снижение эффективности их деятельности из-за чрезмерного распыления средств. Пока окончательное решение не принято, но, на наш взгляд, наилучшим решением была бы золотая середина: сформировать условия конкурса так, чтобы отобрать 10-15 компаний.

³⁷ Их число не может быть менее 3, в противном случае должен быть проведен внеочередной конкурс (см. Федеральный закон от 24.07.2002 № 111-ФЗ, п.9 ст. 19).

³⁸ Всего на конец апреля 2003 г. лицензии ФКЦБ на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами имели 92 организации.

Что касается спецдепозитария³⁹, то изначально в Законе № 111-ФЗ была заложена идея о недопустимости совмещения его функций с любой другой лицензируемой деятельностью, кроме депозитарной и банковской (ст. 11 п.16 Закона). Это автоматически отсекало от конкурса спецдепозитарии крупных банков, поскольку практически все они имеют также лицензии на брокерскую и дилерскую деятельность и/или управление ценными бумагами. Неожиданно в апреле текущего года была выдвинута идея⁴⁰ о снятии этого ограничения и допуске к конкурсу любых спецдепозитариев, что могло бы дать хорошие шансы прежде всего крупнейшим банкам с государственным участием - Сбербанку или Внешторгбанку. Однако для этого необходимо сначала внести изменения в Закон, и непонятно, удастся ли это сделать быстро. Участники рынка опасаются, что из-за этих неожиданных новшеств процесс проведения конкурсов может затянуться еще на неопределенное время.

3.4. Страхование ответственности управляющих и спецдепозитария

Страхование гражданской ответственности управляющих компаний и спецдепозитария является одним из элементов системы разумного распределения рисков между участниками процесса. Специализированный депозитарий «обязан страховать риск своей ответственности перед Пенсионным фондом Российской Федерации и управляющими компаниями за нарушения договоров об оказании услуг специализированного депозитария, вызванные ошибками, небрежностью или умышленными противоправными действиями (бездействием) работников специализированного депозитария либо умышленными противоправными действиями иных лиц. К указанным противоправным действиям (бездействию) относятся преступления в сфере компьютерной информации, преступления, направленные против интересов службы в коммерческих и иных организациях, преступления в сфере экономики и другие правонарушения.»⁴¹

Аналогичные риски должны застраховать управляющие компании - с той разницей, что речь идет об их ответственности только перед ПФР⁴². Обратим внимание, что не подлежит страхованию риск обесценения пенсионных накоплений из-за изменения рыночной конъюнктуры, - и это вполне разумно, поскольку ни один страховщик не принял бы на себя такие риски (разве что по запретительно высоким тарифам). Без такого страхования ни УК, ни СД «не вправе производить операции, связанные с инвестированием средств пенсионных накоплений».⁴³

Однако перед УК и спецдепозитариями, желающими застраховаться в соответствии с требованиями Закона, встают труднопреодолимые препятствия. Страховые компании, чтобы выступать в качестве страховщиков по таким договорам, должны:

1) иметь лицензию на осуществление обязательного страхования ответственности субъектов отношений по инвестированию средств пенсионных накоплений, выданную федеральным органом исполнительной власти по надзору за страховой деятельностью в соответствии с законодательством Российской Федерации;

³⁹ Всего на конец марта 2003 г. лицензии ФКЦБ на осуществление деятельности специализированного депозитария инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов имели 48 организаций.

⁴⁰ Голикова Л. Пенсионный депозитарий будет надежен, как банк. - «Коммерсантъ», 22.04.03.

⁴¹ Федеральный закон от 24.07.2002 № 111-ФЗ, п.1 ст. 25.

⁴² Федеральный закон от 24.07.2002 № 111-ФЗ, п.2 ст. 25.

⁴³ Федеральный закон от 24.07.2002 № 111-ФЗ, п.6 ст. 25.

2) иметь собственные средства в размере не менее 3 миллиардов рублей (либо осуществлять указанное страхование в порядке сострахования с другими страховыми организациями, имеющими в совокупности собственные средства в размере не менее 3 миллиардов рублей);

3) иметь опыт страхования указанных рисков не менее трех лет⁴⁴.

Проблема состоит в том, что таких лицензий пока не существует, и нет даже положения о лицензировании такой разновидности страхования. Кроме того, поскольку данный вид страхования отнесен к категории обязательного, необходимо еще и государственное регулирование страховых тарифов - путем установления Правительством их размера или предельных уровней, структуры, а также порядка применения. При отсутствии соответствующей практики задача установления экономически обоснованных тарифов становится неразрешимой, на что указали представители Департамента страхового надзора⁴⁵.

Кроме того, трехлетний стаж в области страхования соответствующих рисков (преступлений в сфере компьютерной информации, в сфере экономики) есть у немногих страховых компаний, а в сочетании с суммой собственных средств в 3 млрд. рублей круг соискателей сужается до крайности. В результате по достаточно технической причине проведение конкурса и передача средств частным УК в текущем году может быть сорвано.

В этой связи Министерство финансов выступило с неожиданной инициативой, предложив Правительству исключить из Закона № 111-ФЗ требование об обязательном страховании ответственности. На наш взгляд, это весьма разумная идея (тем более, что странно говорить об **обязательном** страховании, если его объектами окажутся единственный спецдепозитарий и десяток управляющих компаний). Более корректно было бы просто указать, что они должны застраховать свою ответственность в тех страховых компаниях, которые в принципе занимаются страхованием гражданской ответственности, не придумывая для этого новых узкоспециализированных страховых лицензий.

Однако на сегодняшний день нам неизвестно, была ли предпринята соответствующая законодательная инициатива, и если да, то каковы ее шансы на быстрое прохождение через парламент. Если внести такую поправку в Закон не удастся, то формальное несоответствие УК и спецдепозитария требованиям о страховании вряд ли можно будет преодолеть.

3.5. Информирование населения

Информационная кампания среди широкой публики критически необходима для того, чтобы добиться хотя бы минимальной активности со стороны населения. В настоящее время подавляющее большинство из тех 36 - 38 миллионов россиян, которые имеют право на перевод средств накопительной части в частные УК, либо вообще не знают об этом праве, либо практически не представляют его смысла и последствий.⁴⁶ Причем очень желательно, чтобы эта кампания по своему характеру была просветительной, а не рекламной.

⁴⁴ Федеральный закон от 24.07.2002 № 111-ФЗ, п.7 ст. 25.

⁴⁵ Гришина Т., Голикова Л. Минфин написал, что не умеет считать. - «Коммерсантъ», 18.03.2003.

⁴⁶ Кокорев Р. В обстановке всеобщей неготовности. - «Инвестиции+», № 1 (46), 2003. С.36.

В последнее время стало популярным (как среди журналистов, так и среди аналитиков, и среди участников рынка) сравнивать пенсионную реформу с ваучерной приватизацией 1992 -1994 гг., причем в основном в негативном аспекте. Приходится признать, что общие черты у этих двух глобальных трансформаций действительно есть:

- обе они затрагивают очень большое количество граждан (хотя приватизация - больше);
- обе имеют далеко идущие последствия (причем не только в финансовой сфере), многие из которых не просчитываются заранее;
- обе требуют от гражданина принятия некоего инвестиционного решения;
- обе происходят на фоне неграмотности и неготовности населения к осмысленному выбору, а также недостаточной степени развития финансовых рынков.

Но даже многократно раскритикованная ваучерная приватизация по сравнению с нынешней пенсионной реформой выглядит хорошо объясненной и грамотно доведенной до сведения народа. Почему сложилась такая странная ситуация, если решение о пенсионной реформе принято достаточно давно, и общая ее направленность, как уже отмечалось, дискуссий давно не вызывает?

Государство⁴⁷, соглашаясь на сужение сферы своей деятельности в области пенсионного обеспечения из соображений экономической эффективности, вместе с тем обоснованно опасается негативной реакции населения на возможные неурядицы и сбои переходного этапа. Поэтому оно не стремится взять на себя еще и ответственность за пропаганду реформы. В некоторых выступлениях председателя правления ПФР М.Зурабова, министра труда А.Починка и других чиновников высокого ранга высказывается следующая идея: мы (государство) согласились допустить частный бизнес в пенсионную сферу, мы подготовили для этого законодательную основу, а пропагандой среди публики теперь должен заниматься бизнес, поскольку именно он в ней заинтересован.

Со своей стороны, руководители управляющих компаний и НПФ, стараясь по мере возможности популяризировать идею реформы в целом и собственный брэнд в частности, охотно дают интервью прессе и выступают на семинарах и конференциях, но распространение информации в этих формах имеет ограниченную ценность: до широкой публики она не доходит. А вот общенациональная рекламно-пропагандистская кампания, рассчитанная на инертную и недоверчивую массу населения, вряд ли может проводиться силами отдельной компании или финансовой группы, поскольку затраты высоки, а окупаемость вложений сомнительна. Кроме того, при неудаче негативные имиджевые последствия лягут на данную компанию, а при успехе - позитивные последствия придется делить со всеми остальными участниками рынка.⁴⁸ Поэтому требуются скоординированные усилия всех УК и НПФ - по крайней мере, ведущих из них. Однако на сегодняшний день проблема не решается, хотя и осознается ими.

Определенные надежды в плане информирования возлагаются на вышеупомянутую рассылку уведомлений гражданам от ПФР, имеющую произойти летом 2003 года (по Закону № 111-ФЗ - в июне). Коль скоро соответствующие

⁴⁷ Представленное конкретными чиновниками, отвечающими за реализацию реформы.

⁴⁸ Так называемая «проблема безбилетника», хорошо известная и исследованная в экономической теории.

уведомления получают миллионы людей, то необходимость выбора станет предметом массового обсуждения в обществе. Причем следует иметь в виду, что отсутствие выбора в данном случае также есть выбор: «молчун» остается клиентом ПФР и государственной УК.

Однако на сегодняшний день неясно, будет ли включен в эту рассылку список УК, прошедших конкурс. Если не будет, то граждане окажутся поставлены перед необходимостью специально искать (в прессе, в Интернете и т.д.) такой список, а потом еще отдельно разыскивать информацию о каждой из них для осуществления выбора как такового. В совокупности издержки получения информации и «издержки обдумывания» (deliberation costs) могут оказаться слишком велики для большинства граждан, что автоматически приведет к их отказу от выбора УК. А те, кто принципиально уже решился на перевод средств в УК, будут это делать достаточно случайным образом, не взвешивая альтернативы.

Почему список УК может не попасть в рассылку? С одной стороны - из-за затянутости сроков конкурса: сейчас не принято даже само положение о конкурсе, а официальный список «победителей» будет сформирован только через 2-3 месяца после его начала. Поэтому самого списка к моменту рассылки может еще просто не существовать. С другой стороны, руководство ПФР заявляет, что опасается негативной реакции (вплоть до судебных исков) со стороны части населения, если в рассылку, содержание которой определено законодательно, будут включены дополнительные сведения, в частности, о списке управляющих компаний. По мнению руководства ПФР, это можно интерпретировать как «косвенное раскрытие налоговой тайны». На наш взгляд, этот аргумент выглядит довольно надуманным, но если позиция ПФР останется такой, то важная возможность для информирования граждан будет упущена.

4. Узкие места и риски первого этапа

Если предположить, что график пенсионной реформы не будет сорван, и граждане реально получают возможность выбора УК в конце лета - начале осени 2003 года, то именно этот период можно будет с полным основанием назвать первым этапом пенсионной реформы (считая, что предыдущие полтора года были этапом подготовительным). Несомненно, этот первый этап не может пройти идеально гладко: проблемы и узкие места неизбежны, как из-за масштабности происходящей кампании, так и из-за ее новизны. Однако стоит заранее проанализировать потенциальные узкие места и риски, чтобы по мере возможности предотвратить их или хотя бы минимизировать их негативное влияние.

Мы считаем наиболее серьезными следующие проблемы данного этапа (в хронологическом порядке их проявления):

- соответствие состояния лицевых счетов ожиданиям застрахованных лиц;
- добросовестность конкуренции между УК;
- осмысленность самого выбора УК гражданами;
- удобство процедур заверения подписей и передачи заявлений в ПФР;
- быстрота и безошибочность обработки заявлений в ПФР;
- воздействие перевода средств из ПФР в УК на состояние финансовых рынков.

4.1. Состояние лицевых счетов

В разделе 2 мы обозначили проблему несоответствия между данными ПФР о поступлениях взносов в накопительную часть и расчетными значениями пенсионных накоплений исходя из средней зарплаты. Отчасти оно может быть объяснено регрессивным характером взносов в накопительную часть (см. таблицу 1), но есть и другие причины.

Некоторые из застрахованных лиц, получив отчеты о состоянии специальной части своих лицевых счетов, обнаружат в них меньшие суммы, чем могли бы ожидать исходя из полученной зарплаты. Самое банальное объяснение в этой ситуации - что предприятия-работодатели не платили взносы за этих работников. Задолженность перед ПФР по уплате взносов на обязательное пенсионное страхование на 01.01.2003 составляла 137 млрд. рублей⁴⁹, или более 40% от всех поступлений на обязательное пенсионное страхование по итогам 2002 года, которые составили 313,1 млрд. рублей (с учетом поступлений в счет погашения задолженности прошлых лет).⁵⁰

Однако, учитывая, что ЕСН все-таки является налогом, неуплата которого преследуется в том числе и в уголовном порядке, можно надеяться, что эта причина со временем будет становиться менее значимой.

Следующая проблема состоит в том, что работодатель, уплативший ЕСН в течение прошлого года в полном объеме, может вообще не сдать налоговую декларацию по ЕСН с разбивкой уплаченных средств по работникам, или сдать ее с ошибками (см. раздел 3.2 о выверке счетов). Особенно сложная ситуация возникает с ликвидированными фирмами - уплатив налоги за прошлый год, они уже не предоставят расшифровку этих налогов.

Возможно также расхождение данных, полученных от работодателей, с данными налоговых органов об уплаченном налоге или с данными Федерального казначейства о суммах поступлений на счета ПФР - выверка счетов как раз и должна снять эти разночтения, но некоторый процент неустраняемых ошибок, видимо, останется⁵¹. Наконец, возможны и технические ошибки при обработке информации в самом ПФР.

Как видно, возникают две разные проблемы: недоплаченных взносов и взносов уплаченных, но не поддающихся персонификации.

Что произойдет с деньгами, пришедшими в ПФР, но не разнесенными по индивидуальным счетам (на 23 апреля 2003 года, по данным ПФР, эта сумма составляла 1,6% от всех поступлений в страховую и накопительную часть ПФР, или около 4 млрд. рублей⁵²; из них собственно на накопительную часть приходится, по-видимому, не более 500 млн. рублей)? Законодательство не содержит четких указаний о судьбе этих средств. Возможные варианты: либо перечислить все деньги в федеральный бюджет, либо сформировать из них резерв ПФР на выплату распределительных пенсий, либо оставить их в ПФР в качестве «средств неустановленных лиц» до выяснения обстоятельств.

Что же касается взносов, в принципе не уплаченных в ПФР работодателями, то это проблема налоговой дисциплины, и на недобросовестных работодателей могут быть наложены санкции в виде штрафов или даже уголовного наказания. Налоговая

⁴⁹ Это, конечно, общая сумма задолженности, накопившаяся за ряд лет, а не недоплата по 2002 году.

⁵⁰ Социально-экономическое положение России. Январь 2003 года. Госкомстат, Москва, 2003. С.172, 174.

⁵¹ См. напр., Грозовский Б. 5 млрд. рублей ищут хозяина. «Ведомости», 22.04.2002.

⁵² Выступление председателя правления ПФР М.Зурабова на семинаре «Пенсионная реформа: доверие и инвестиции» в ГУ - ВШЭ 23.04.2003.

недоимка может быть взыскана и в будущем - если только ее выявят, а недоимщик к тому моменту еще не ликвидируется.

Но работников, на счета которых не были начислены средства пенсионных накоплений, больше должны интересоваться возможности исправления ситуации. Здесь возникает - по крайней мере, теоретически - возможность для судебных исков со стороны работников к работодателю. Однако конкретных примеров пока нет - поскольку рассылка ПФР о состоянии пенсионных счетов еще не произошла.

Складывающаяся ситуация заставляет поставить вопрос о целесообразности действующей системы уплаты взносов. В течение года средства поступают в ПФР без персонификации (хотя реквизиты пенсионных свидетельств сотрудников у работодателя должны быть в наличии), и только через 3-4 месяца после завершения финансового года (следовательно, через 3-16 месяцев после фактического поступления средств) происходит их зачисление на индивидуальные счета, причем по ходу дела приходится решать множество технических проблем. Не лучше ли сразу указывать реквизиты счета конкретного работника и зачислять средства на эти счета по мере поступления в ПФР? Понятно, что это дополнительная работа дополнительные затраты как для бухгалтерий предприятий, так и для ПФР, но, возможно, положительный эффект все-таки будет больше. (Разумеется, для этого необходимо совершенствование документооборота в пенсионной сфере, автоматизация передачи и обработки информации, автоматизация осуществления и обработки платежей.)

Если поступления взносов на индивидуальные счета будут фиксироваться в режиме реального времени, это позволит решить следующие вопросы:

- ускорить перевод средств из ПФР в УК (сейчас это можно сделать только один раз в году, причем в конце текущего года перевести взносы за предыдущий год - т.е. лаг между поступлением средств в ПФР и их выводом оттуда составляет 10 - 24 месяца);
- создать возможность более частых переходов между разными УК (сейчас это можно сделать опять-таки только один раз в году), тем самым снизив для граждан «издержки переключения» с одной УК на другую, - что, в свою очередь, важно для развития конкуренции на этом рынке.

4.2. Добросовестность конкуренции между управляющими компаниями

Текущая ситуация для УК полна неопределенности. Неизвестно, когда будет конкурс и каковы будут его требования. Неизвестно, что будет со страхованием ответственности. Неизвестно, насколько активно люди захотят переводить деньги из ПФР в УК. Но если система все-таки заработает в текущем году, то любая УК, всерьез заинтересованная в новом рынке инвестирования пенсионных накоплений, должна постараться сразу захватить максимально возможную долю на этом рынке. Опыт Чили, Польши и других стран, введших накопительную пенсионную систему в последние годы, говорит о том, что компании - лидеры первых лет оставались лидерами и в дальнейшем.

При этом у управляющих отсутствует опыт деятельности именно в этой сфере. До сих пор одни УК управляли паевыми инвестиционными фондами, другие - активами НПФ и страховых компаний, третьи специализировались на индивидуальных договорах доверительного управления. Но никаких определенных результатов в области инвестирования пенсионных накоплений нет ни у кого из них. Как в этой

ситуации вести конкуренцию? На чем строить свой маркетинг? Хорошо известный на фондовом рынке бренд может быть незнаком широкой публике. Массированная рекламная кампания, помимо своей дороговизны и неочевидной эффективности, может вызвать чрезмерное внимание со стороны регулирующих органов. Обещать высокую доходность – не только рискованно, но и противоречит законодательству о рекламе⁵³ (а в перспективе, скорее всего, запрет на обещание доходности будет внесен и в специализированные подзаконные нормативные акты).

А.Джанчурина, П.Крючкова, Е.Луковкина и А. Табах в работе «Реформа пенсионной системы: международный опыт и рекомендации для России» выделяют следующие формы возможной недобросовестной конкуренции⁵⁴:

1. Принудительные переводы из одной УК в другую по указанию руководства предприятия (либо воспрепятствование переходу из одной УК в другую).
2. Привлечение клиентов недобросовестной рекламой или подкупом.
3. Использование государственным фондом своих преимуществ для удержания клиентов либо воспрепятствование переходу в частные УК.

На наш взгляд, наиболее острая проблема может быть связана именно с первой из перечисленных форм недобросовестной конкуренции. Для управляющих могут оказаться эффективными такие не слишком афишируемые формы работы, как взаимодействие с крупными работодателями, чтобы те пропагандировали среди своих работников определенную УК или просто заставляли их выбрать эту УК. (Примеры тому есть: в Казахстане, опередившем Россию на пути пенсионной реформы, получила распространение практика «оптовых» переводов из фонда в фонд всех работников большого предприятия по достижении договоренности его руководства с управляющей компанией.) Особенно вероятен такой сценарий для управляющих компаний, которые входят в интегрированную бизнес-группу или иным образом аффилированы с крупными работодателями.

К сожалению, в нормативных актах сегодня отсутствует явно выраженный запрет на принуждение гражданина к выбору какой-либо УК или пребыванию в ПФР, не говоря уже о санкциях за такое нарушение. По-видимому, соответствующие изменения в законодательство будут внесены только после первых конфликтов такого рода. Причем ответственность должна нести не только УК, использующая методы недобросовестной конкуренции, но и работодатель, принуждающий своих работников к такому выбору.

Что касается недобросовестной рекламы (обещания высокой доходности, некорректные сравнения своей деятельности и деятельности других УК, и т.п.) то здесь опасность, на наш взгляд, меньше. В России есть достаточно эффективно работающее законодательство о рекламе, причем оно весьма жестко как раз применительно к финансовым рынкам. Кроме того, недобросовестная реклама может пресекаться в

⁵³ «При производстве, размещении и распространении рекламы финансовых (в том числе банковских), страховых, инвестиционных услуг и иных услуг, связанных с использованием денежными средствами юридических и физических лиц, а также ценных бумаг не допускается:

(...) представлять любого рода гарантии, обещания или предположения о будущей эффективности (доходности) деятельности, в том числе путем объявления роста курсовой стоимости ценных бумаг». – Федеральный Закон от 18.07.1995 «О рекламе», ст. 17.

⁵⁴ Джанчурина А., Крючкова П., Луковкина Е., Табах А. Реформа пенсионной системы: международный опыт и рекомендации для России. Москва, 2003. С.10.

рамках кодекса профессиональной этики и деятельности саморегулируемых организаций⁵⁵.

Вставка 3. Ограничения на рекламу и маркетинг для НПФ.

В Законе № 111-ФЗ нет детализированных ограничений на рекламу и маркетинг для управляющих компаний. Интересно, что принятый на полгода позже Закон от 10.01.2003 N 14-ФЗ «О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон от 07 мая 1998 года № 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах» содержит специальную статью 36.27 «Ограничение маркетинга в фондах, занимающихся деятельностью по обязательному пенсионному страхованию». Она, в частности, устанавливает:

«1. Фонд, осуществляющий деятельность по обязательному пенсионному страхованию, не вправе:

предлагать какие-либо выгоды застрахованному лицу в целях заключения договора об обязательном пенсионном страховании или сохранения действия указанного договора;

предлагать какие-либо выгоды страхователю или любому из его аффилированных лиц в целях принуждения этого страхователя к требованию от своих застрахованных лиц заключить договор об обязательном пенсионном страховании с фондом или вознаграждения страхователя за указанное требование;

предлагать какие-либо выгоды профессиональному союзу или другим общественным организациям в целях принуждения их к требованию от своих членов заключить договор об обязательном пенсионном страховании с фондом или вознаграждения таких организаций за указанное требование.

2. Для целей настоящего Федерального закона под выгодами понимаются любые выгоды, в том числе денежные поощрения, уплата за расторжение договора об обязательном пенсионном страховании другому фонду, или дары в материальной форме, иные, чем выгоды, которые поступают от фонда в соответствии с договором об обязательном пенсионном страховании.»

Возможно, аналогичные нормы следовало бы ввести и для управляющих компаний.

Что касается практических рекомендаций, то наиболее перспективными представляются позиции тех УК, которые (помимо прямых контактов с работодателями) либо построят свой маркетинг на филиальных сетях крупных банков или страховых компаний, либо сумеют создать или использовать широкую сеть частных агентов.⁵⁶

4.3. Осмысленность выбора управляющей компании

Это «узкое место» пенсионной реформы связано с предыдущим, но не совпадает с ним. Даже в условиях абсолютно добросовестного поведения управляющих компаний граждане, которые должны сделать свой выбор, наталкиваются на труднопреодолимые

⁵⁵ Там же. С.11.

⁵⁶ В Польше в пропаганде пенсионной реформы и конкретных УК были задействованы священники и почтальоны. (См. Джанчурина А., Крючкова П., Луковкина Е., Табах А. «Реформа пенсионной системы: международный опыт и рекомендации для России». С.35.)

проблемы: для выбора нужна информация об УК, но какая? Где ее взять? Как ее интерпретировать?

Мы уже указывали, что даже получение полного списка УК, прошедших конкурс, не является тривиальной задачей: в бланке заявления о выборе инвестиционного портфеля его может и не оказаться (см. раздел 3.5). В этом случае выбирающему гражданину придется самостоятельно искать список в газетах или в Интернете. Многие люди, далекие от финансового рынка, могут просто отказаться от поиска.

Но после получения списка проблема только усугубляется. Критерии выбора размыты. Ведь ни одна УК еще не занималась инвестированием накопительной части трудовых пенсий, и оценить их результаты в этом виде деятельности не представляется возможным. А то, чем они занимались раньше, сложно сравнить.

На что должен обращать внимание инвестор? Возможные позиции для сравнения следующие:

- возраст компании, дата получения лицензии;
- учредители и прочие родственные структуры;
- размер собственного капитала;
- объем средств под управлением;
- количество ПИФов и НПФов, которыми управляет УК;
- доходность за последние годы при управлении активами;
- инвестиционная декларация предлагаемого портфеля.

Все это важно и значимо, но нельзя найти единый алгоритм, позволяющий надежно выбрать лучший вариант: каждый гражданин вправе придать больший или меньший вес каждому из этих факторов.

Остановимся подробнее на сравнении прошлой доходности. Часть УК специализируется на управлении паевыми инвестиционными фондами (ПИФ). Статистика ПИФ благодаря жестким требованиям ФКЦБ регулярно раскрывается (например, на сайте Национальной лиги управляющих www.cic.ru), и данные о доходности вложений в ПИФы за ряд предыдущих лет доступны. Но сравнивать «голые» доходности неправильно, поскольку разные ПИФы состоят из инструментов с различной степенью риска: высокий доход может быть платой за высокий риск. Для ПИФа это может быть и хорошо, но сильно рисковать пенсионными деньгами большинство граждан не захочет. Значит, надо сравнивать управляющих по соотношению «риск-доход», достигнутому в их ПИФах, а это требует гораздо более сложных расчетов и вряд ли доступно большинству граждан.

Другая часть УК управляет активами НПФ. В этой сфере информация гораздо менее доступна; в частности, какая бы то ни было сводная статистика по доходности операций управляющих со средствами НПФ просто отсутствует. В лучшем случае можно будет полагаться на то, что сама УК захочет о себе сообщить, а как проверить истинность ее сообщения - непонятно. Есть и такие УК, которые совмещают управление ПИФа и НПФа. Как агрегировать их результаты в этих двух сферах?

Затруднителен будет и выбор по инвестиционной декларации, поскольку в первое время они наверняка будут достаточно сильно походить друг на друга.

Итак, необходимы некие стандарты или шаблоны раскрытия информации, утвержденные государственными органами или саморегулируемыми организациями и

единые для всех УК. При этом следует также предусмотреть процедуры внешнего контроля за достоверностью этой информации, - чтобы по ошибке (или по злему умыслу) не ввести инвестора в заблуждение.

На сегодняшний день указанные проблемы не решены, поэтому с очень высокой вероятностью первый выбор будет осуществляться случайным образом.

Стоит иметь в виду, что у граждан «средних возрастов» (старше 1966 года) с низкими доходами вообще-то не будет серьезной мотивации для принятия инвестиционного решения. Если человеку до пенсии осталось 10 лет, и зарплата его составляет 100-200 долларов в месяц, то размер накопительной части (25-50 долларов в год) будет слишком мал, чтобы разница в инвестиционном доходе имела для него значение. Ему спокойнее будет остаться клиентом ПФР и знать, что скромные накопления не пропадут ни в каком варианте.

Ситуация будет принципиально иной, если гражданину до пенсии еще лет тридцать, а зарплата в месяц 1000 долларов и выше. В 2002 году за него платили 3% от зарплаты, к 2006 году эта цифра будет увеличена до 6% (хотя все равно существует верхний предел 17870 рублей в год, но и он со временем может быть повышен). Накапливая хотя бы по 500-600 долларов в год, такой гражданин за тридцать лет получит 15 - 18 тысяч долларов только в виде собственно взносов. А какой будет ежегодная доходность от инвестирования - 5? 10%? 15%? Вот тут уже лишние проценты важны, и неизбежно возникает вопрос об оптимальном (для данного инвестора) соотношении дополнительной доходности и риска.

4.4. Удобство процедур заверения подписей и передачи заявлений в ПФР

При обработке заявлений граждан ПФР должен быть уверен, что заявление исходит действительно от данного конкретного застрахованного лица и отражает его волеизъявление. Для этого необходимо удостоверить личность гражданина, совершающего данное юридически значимое действие⁵⁷, и убедиться в подлинности его подписи. Но реально ли, чтобы все застрахованные лица приходили со своими паспортами в территориальные органы ПФР и подписывали там свои заявления в присутствии сотрудников ПФР?

Согласно законодательству, «застрахованное лицо может подать заявление о выборе инвестиционного портфеля (управляющей компании) в территориальный орган Пенсионного фонда Российской Федерации по месту своего жительства **лично или иным способом**. В последнем случае установление личности и проверка подлинности подписи застрахованного лица осуществляются:

1) нотариусом или в порядке, установленном пунктом 3 статьи 185 Гражданского кодекса Российской Федерации⁵⁸;

⁵⁷ Любопытный теоретический вопрос - является ли это действие сделкой в гражданско-правовом смысле (ст. 153 ГК РФ)? На наш взгляд, скорее является, поскольку приводит к возникновению определенных гражданских прав и обязанностей; но возникают эти права и обязанности у других лиц (ПФР, УК), а не у того лица, которое совершает сделку, - что для российского гражданского права непривычно. См. также раздел 5.1.

⁵⁸ «К нотариально удостоверенным доверенностям приравниваются:

- 1) доверенности военнослужащих и других лиц, находящихся на излечении в госпиталях, санаториях и других военно - лечебных учреждениях, удостоверенные начальником такого учреждения, его заместителем по медицинской части, старшим или дежурным врачом;
- 2) доверенности военнослужащих, а в пунктах дислокации воинских частей, соединений, учреждений и военно - учебных заведений, где нет нотариальных контор и других органов, совершающих

2) должностными лицами консульских учреждений Российской Федерации в случаях, если застрахованное лицо находится за пределами Российской Федерации;

3) органом (организацией), с которым у Пенсионного фонда Российской Федерации заключено соглашение о взаимном удостоверении подписей. Типовая форма указанного соглашения утверждается в порядке, определяемом Правительством Российской Федерации.»⁵⁹

Оставляя в стороне сравнительно немногочисленных клиентов консульских учреждений, мы видим три варианта:

- личный визит в ПФР,
- нотариус,
- или некая «организация, заключившая соглашение с ПФР».

Первый вариант выглядит малопривлекательно из-за неприспособленности помещений территориальных органов ПФР к приему большого количества посетителей, отсутствия опыта у их сотрудников, да и бюрократической репутации этих учреждений. Но и общение с нотариусом у большинства граждан не вызывает положительных эмоций, хотя с объективной точки зрения процедура заверения подписи на заявлении не может быть ни слишком длительной, ни слишком дорогостоящей.⁶⁰

В этой связи встает вопрос о том, с какими организациями Пенсионному фонду России было бы целесообразно заключать соглашения «о взаимном удостоверении подписей». Должны ли это быть почта, банки, какие-либо специально уполномоченные «трансфер-агенты»? Высказываются различные точки зрения, вплоть до мнения о необходимости заключения соглашений с максимально широким кругом организаций - например, со всеми работодателями сразу (путем публикации публичной оферты с правом ее акцепта любой организацией, зарегистрированной в ПФР в качестве плательщика пенсионных взносов). Смежный вариант - распространить на заверение подписи на заявлении порядок, установленный п.4 ст.185 ГК РФ:

«Доверенность на получение заработной платы и иных платежей, связанных с трудовыми отношениями, на получение вознаграждения авторов и изобретателей, пенсий, пособий и стипендий, вкладов граждан в банках и на получение корреспонденции, в том числе денежной и посылочной, может быть удостоверена также организацией, в которой доверитель работает или учится, жилищно - эксплуатационной организацией по месту его жительства и администрацией стационарного лечебного учреждения, в котором он находится на излечении.»

нотариальные действия, также доверенности рабочих и служащих, членов их семей и членов семей военнослужащих, удостоверенные командиром (начальником) этих части, соединения, учреждения или заведения;

3) доверенности лиц, находящихся в местах лишения свободы, удостоверенные начальником соответствующего места лишения свободы;

4) доверенности совершеннолетних дееспособных граждан, находящихся в учреждениях социальной защиты населения, удостоверенные администрацией этого учреждения или руководителем (его заместителем) соответствующего органа социальной защиты населения». (ГК РФ, п.3 ст. 185).

⁵⁹ Федеральный закон от 24.07.2002 № 111-ФЗ, п. 4 ст. 32.

⁶⁰ Размер госпошлины за совершение нотариальных действий по свидетельствованию подлинности подписи на заявлениях и других документах (за исключением банковских карточек) составляет 5 процентов от минимального размера оплаты труда. См. Закон «О государственной пошлине», пп.18 п.4 ст.4.

Стремление облегчить жизнь гражданам похвально, однако мы считаем неоправданным столь упрощенный порядок передачи достаточно широких полномочий: недобросовестные работодатели могут распорядиться средствами граждан без их ведома. Такие проблемы, в частности, возникали в ходе пенсионной реформы в Казахстане.⁶¹

Вставка 4. Нарушения прав акционеров из-за недобросовестного заверения подписей

Для России определенную аналогию можно найти в новейшей истории отечественного фондового рынка, причем она своими корнями уходит в период массовой приватизации. Поскольку при проведении закрытой подписки на акции приватизируемых предприятий среди их сотрудников в 1992-1994 гг. четких правил ведения реестра акционеров еще не существовало, то во многих реестрах отсутствовали анкеты акционеров с образцами их подписей. При продаже акций регистратор, исполняя передаточное распоряжение, обязан сверить подпись на этом распоряжении с образцом подписи в анкете, а при отсутствии анкеты подпись на передаточном распоряжении должна быть заверена нотариально или печатью и подписью должностного лица эмитента.⁶²

Последний вариант был разрешен именно для того, чтобы избавить граждан от непривычного для них общения с нотариусом. К сожалению, эта возможность породила и новые риски: в ряде акционерных обществ недобросовестные должностные лица, пользуясь доступом к данным реестра, заверяли поддельные передаточные распоряжения и похищали чужие акции. Затем они исчезали, предоставляя акционерам возможность требовать возмещения убытков от эмитента как юридического лица.)

Мы считали бы разумным либо ввести определенный ценз на работодателей, уполномоченных заверять заявления, либо вообще отказаться от их услуг и ограничиться, в дополнение к нотариусам, заверением заявлений по месту жительства, в банке и на почте. (Преимущество всех перечисленных организаций - в том, что у них нет сведений о номере индивидуального лицевого счета конкретного гражданина, поэтому им будет сложнее извлечь выгоду из заверения поддельного заявления.)

4.5. Быстрота и безошибочность обработки заявлений в ПФР

Вообще говоря, это техническая проблема ПФР, для глубокого анализа которой у нас недостаточно информации. Однако на поверхности лежит очевидный тезис: если граждан, решивших воспользоваться правом выбора, окажется достаточно много (хотя бы более 1 млн. человек⁶³), то ПФР подвергнется серьезной нагрузке, и неизвестно, как быстро фонд сумеет с нею справиться. Возможны ошибки, связанные со слишком поздней обработкой заявлений или с адресацией средств не в ту управляющую компанию, которую выбрал гражданин.

Причем путаница, к сожалению, может выясниться не сразу, а с большим опозданием, поскольку законом не предусмотрено обязательного уведомления

⁶¹ Рыбакова Т.А. Ожидания и реальность: опыт работы пенсионных фондов Казахстана и уроки для России. В: Интеграция в мировую экономику. Российская экономика десять лет спустя: проблемы и перспективы. ТЕИС, Москва, 2002. С. 121.

⁶² Положение о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг (утв. Постановлением ФКЦБ России от 02.10.1997 № 27). Пункт 7.3, часть 17.

⁶³ Это менее 3% от общего числа граждан, имеющих право выбора УК.

застрахованного лица о том, в какую именно УК перечислены средства с его индивидуального счета: *«Пенсионный фонд Российской Федерации обязан письменно уведомить заявителя об отказе в удовлетворении его заявления или в оставлении этого заявления без рассмотрения не позднее 31 декабря текущего года, а также ответить на запрос застрахованного лица о результатах рассмотрения его заявления в трехмесячный срок со дня получения запроса.»*⁶⁴ Если же запрос не сделан - по умолчанию предполагается, что деньги адресованы правильно.

Со своей стороны, управляющие компании по закону не обязаны вести персонализированный учет поступивших средств: они управляют всем портфелем в совокупности и имеют дело только с ПФР как учредителем управления и выгодоприобретателем, отдельных же граждан УК «не видит» и не может предоставить им информацию о получении средств. Конфликты, связанные с ошибочной адресацией средств, будут, видимо, не слишком масштабны, но все-таки возможны.

Результатом осуществления всех вышеперечисленных действий станет определение общего количества граждан, воспользовавшихся правом на выбор. Поскольку каждый эксперт, пишущий на пенсионные темы, считает своим долгом дать прогноз этого количества, мы тоже внесем свой скромный вклад.

Опыт ряда стран, переходивших в последние годы к накопительной пенсионной системе (Венгрия, Польша, Казахстан), свидетельствует о достаточно массовом характере перехода граждан в частные УК и НПФ⁶⁵. Однако эффект наблюдается не мгновенно с введением накопительной системы, а с лагом как минимум в два года. Поэтому при первом выборе в конце текущего года не стоит ждать значительных результатов. Наша пессимистическая оценка - 3%, оптимистическая - 10%, реалистическая - 5% от общего числа застрахованных лиц.

4.6. Воздействие перевода средств из ПФР в УК на состояние финансовых рынков

После того, как заявления граждан будут обработаны и ПФР получит сводную информацию о суммах, подлежащих перечислению в каждую управляющую компанию, необходимо будет в сжатые сроки проделать три взаимосвязанные операции:

- продажа Пенсионным фондом части своего инвестиционного портфеля для высвобождения средств, подлежащих переводу,
- собственно перевод средств в УК,
- инвестирование управляющими полученными средствами.

Как массированный сброс бумаг ПФРом, так и единовременный приход крупных сумм на рынок могут вызвать неблагоприятные последствия - соответственно падение цен в первой фазе и спекулятивный их рост во второй фазе. Ни то, ни другое не выгодно застрахованным лицам, поскольку их накопления будут сокращаться. С другой стороны, трудно предположить, что спекулянты, имея хотя бы приблизительную информацию об объемах и сроках этих операций, не попытаются отыграть ситуацию в свою пользу. (Кстати, УК будут обладать большей информацией, чем прочие участники рынка, что потенциально может вызвать конфликт интересов.)

⁶⁴ Федеральный закон от 24.07.2002 № 111-ФЗ, п. 2 ст. 33.

⁶⁵ Джанчурина А., Крючкова П., Луковкина Е., Табах А. Реформа пенсионной системы: международный опыт и рекомендации для России. С.35-37.

На сегодняшний день не предложено никаких четких механизмов по сглаживанию возможных рыночных колебаний. Надежда только на то, что объемы переводимых средств в первый год окажутся достаточно незначительными. Общая сумма средств в накопительной части лицевых счетов составляла на 01.01.2003 с учетом инвестиционного дохода за 2002 год 39 - 40 млрд. рублей, в 2003 году она должна принести дополнительный инвестиционный доход в сумме 4,3 млрд. рублей.⁶⁶ Если своим правом на выбор УК воспользуется 5% граждан (на наш взгляд, это реалистическая оценка), то сумма, подлежащая переводу во все УК вместе, будет равна около 2,2 млрд. рублей, или около 70 млн. долларов. Для сравнения укажем несколько общерыночных параметров:

- объем выпущенных ГКО-ОФЗ на конец 2002 года составлял 217 млрд. рублей, прогноз на конец 2003 года - до 350 млрд. рублей;
- капитализация российского рынка акций превышает 120 млрд. долларов, рынка рублевых корпоративных облигаций – более 2 млрд. долларов,
- среднедневной оборот фондовой секции ММВБ (акции, корпоративные облигации) в 1 квартале 2003 года составил 185 млн. долларов.

5. Последующие институциональные проблемы пенсионной реформы

В этом разделе мы хотели бы обсудить ряд спорных экономических и юридических вопросов, по которым пока что не существует общепризнанных решений. Некоторые из них активно дебатировались во властных структурах, среди участников рынка и представителей общественности; некоторые, на наш взгляд, пока еще не осознаются большинством участников процесса как действительно важные. Вот предлагаемый для обсуждения перечень:

- Кому должно принадлежать право собственности на средства пенсионных накоплений?
- На кого ложатся риски инвестирования пенсионных накоплений?
- Какой может быть система гарантий в отношении пенсионных накоплений?
- Следует ли управляющим компаниям вести отдельные счета граждан?
- Каким должен быть правовой статус ПФР?
- Какими должны быть требования к государственной управляющей компании?

5.1. Право собственности на средства пенсионных накоплений

Согласно Закону № 111-ФЗ (ст.5), средства пенсионных накоплений⁶⁷ являются собственностью Российской Федерации. Вероятно, вводя такое положение,

⁶⁶ Федеральный закон от 31.12.2002 № 197-ФЗ, приложение 5.

⁶⁷ Для целей Закона № 111-ФЗ под пенсионными накоплениями понимаются:

- суммы страховых взносов на финансирование накопительной части трудовой пенсии, поступившие в Пенсионный фонд Российской Федерации и еще не переданные в доверительное управление управляющим компаниям (...);
- средства, переданные в доверительное управление управляющим компаниям Пенсионным фондом Российской Федерации (...);

законодатель считал, что это повышает надежность системы и лучше защищает интересы будущих пенсионеров. Однако в действительности данная конструкция порождает ряд юридических вопросов, пока остающихся без ответа.

Так, странный характер приобретает заключение договора доверительного управления (ДУ). Учредителем управления признается Российская Федерация, выгодоприобретателем - она же (в лице ПФР), доверительным управляющим - управляющая компания. Застрахованное лицо не является ни собственником средств, ни стороной договора, ни выгодоприобретателем, но между тем именно оно инициирует заключение договора! Ведь, направляя в ПФР заявление о выборе инвестиционного портфеля, гражданин тем самым дает ПФР поручение о заключении договора ДУ с определенной УК в отношении определенной суммы денежных средств, принадлежащих ПФР. Такая конструкция заключения договора неизвестна российскому гражданскому праву применительно к договору ДУ (как, вероятно, и в отношении какого бы то ни было другого вида договора.)⁶⁸

Далее, с точки зрения здравого смысла договор ДУ заключается вроде бы в интересах застрахованного лица. Но права самого гражданина по отношению к УК практически отсутствуют - что немудрено, поскольку он не является ни стороной договора, ни даже выгодоприобретателем. Вот что говорит законодательство:

«При формировании накопительной части трудовой пенсии застрахованные лица имеют право:

1) ... *выбирать инвестиционный портфель (управляющую компанию из числа имеющих договоры доверительного управления средствами пенсионных накоплений с Пенсионным фондом Российской Федерации);*

2) *отказаться от формирования накопительной части трудовой пенсии через Пенсионный фонд Российской Федерации и выбрать негосударственный пенсионный фонд ...;*

3) ... *отказаться от формирования накопительной пенсии через негосударственные пенсионные фонды и осуществлять формирование накопительной части трудовой пенсии через Пенсионный фонд Российской Федерации.»*⁶⁹

-
- средства, поступившие в Пенсионный фонд Российской Федерации от управляющих компаний для выплаты застрахованным лицам и их правопреемникам и еще не направленные на выплату пенсий;
 - средства, поступившие в Пенсионный фонд Российской Федерации от управляющих компаний для передачи в негосударственные пенсионные фонды в соответствии с заявлениями застрахованных лиц и еще не переданные негосударственным пенсионным фондам;
 - средства, поступившие в Пенсионный фонд Российской Федерации от негосударственных пенсионных фондов (...) и еще не переданные в доверительное управление управляющим компаниям. (ст. 3 Закона).

⁶⁸ Можно возразить, что договор между ПФР и УК подписывается ими по результатам конкурса, т.е. еще до того, как кто-то из граждан выберет данную управляющую компанию. Это верно, но договор ДУ - **реальный** (см. статью 1012 ГК РФ), а значит, он считается заключенным не с момента его подписания, а с момента передачи имущества управляющему (см. пункт 2 статьи 433 ГК РФ). Если никто из застрахованных лиц не выбирает данную УК, то ПФР не переведет ей никаких денег, и договор - хотя и подписанный - так и не будет считаться заключенным. Поэтому вполне корректно сказать, что собственно **заключение договора** - перевод денег управляющему - инициируется действиями третьих лиц (хотя технически перевод осуществляется ПФРом, но последний при этом действует не своей волей и не в своем интересе).

⁶⁹ Федеральный закон от 24.07.2002 № 111-ФЗ, п. 1 ст. 31.

Кроме этого «богатого» набора прав, гражданин располагает только правом на информацию, да и то в небольшом объеме:

«Застрахованные лица имеют право на получение информации о формировании и об инвестировании средств пенсионных накоплений, о состоянии специальной части их индивидуальных лицевых счетов в системе персонифицированного учета, об инвестиционных декларациях управляющих компаний.»⁷⁰

Не идет речи даже о декларативном праве застрахованных лиц требовать от УК «надлежащего управления средствами пенсионных накоплений» (как у пайщиков паевых инвестиционных фондов⁷¹) - ведь это же не их собственность! Видимо, предполагается, что их права будет защищать государство в лице ПФР. Но с точки зрения экономической теории (в частности, в рамках концепции «принципал-агент» или теории управления поведением исполнителя) такая конструкция выглядит весьма неубедительно, поскольку она предоставляет простор для недобросовестного поведения управляющих.

Еще одна правовая проблема связана с инвестированием пенсионных накоплений (неважно, силами частных управляющих или государственной УК) в государственные облигации. Эти ценные бумаги - долг Российской Федерации, вернее, обещание РФ уплатить определенную сумму собственнику данных облигаций. В силу их высокой надежности они будут популярным объектом для инвестирования пенсионных накоплений (а для государственной УК - в ближайшее время единственно возможным). Но если пенсионные накопления - собственность РФ, то выходит, что Российская Федерация должна некоторую сумму ... Российской же Федерации.

Между тем статья 413 ГК РФ свидетельствует: «Обязательство прекращается совпадением должника и кредитора в одном лице».⁷² Причем не только с юридической точки зрения, но и с экономической видно, что эта операция является просто «перекладыванием» средств из одного государственного «кармана» в другой и не имеет отношения к подлинному инвестированию.

Но является ли более целесообразным признание средств пенсионных накоплений собственностью застрахованных лиц? Этот вопрос активно дебатировался в процессе разработки и принятия Закона № 111-ФЗ. Основные аргументы против такого подхода следующие⁷³: во-первых, средства пенсионных накоплений формируются за счет целевого «индивидуально возмездного обязательного платежа», имеющего публично-правовую (хотя и не совсем налоговую) природу и не являющегося частью зарплаты, а значит, собственности застрахованного лица тут неоткуда возникнуть. Во-вторых, права застрахованного лица распорядиться этими деньгами по своему усмотрению сильно ограничены: можно либо оставить в ПФР, либо перевести в УК, а с 2004 г. - перевести в НПФ, но нельзя забрать и потратить по своему усмотрению. Эти аргументы достаточно серьезны для того, чтобы и застрахованному лицу отказать в праве собственности.

⁷⁰ Федеральный закон от 24.07.2002 № 111-ФЗ, п. 3 ст. 31.

⁷¹ См. ст. 14 Федерального Закона от 29.11.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах».

⁷² Не меняет ситуации и то обстоятельство, что ПФР является отдельным юридическим лицом. Да, он - самостоятельный участник гражданского оборота, он может выступать как представитель Российской Федерации в отношениях с третьими лицами. Но права собственности на то имущество, которое находится на его балансе, ПФР в силу своего статуса госучреждения не имеет - у него есть лишь ограниченное вещное право оперативного управления.

⁷³ См., напр., Вьюницкий В. Что осталось за строкой Закона № 111-ФЗ? - «Пенсионные фонды и инвестиции», № 4 - 2002, с.42-43.

На наш взгляд, можно предположить возникновение в данной сфере принципиально нового правового института, для описания которого наличествующий инструментарий российского права оказывается недостаточным. Во всяком случае, проблема отнюдь не решена и не должна считаться закрытой.

(Добавим, что при переводе средств пенсионных накоплений в НПФ, который станет возможным с 2004 года, правовой режим этих средств принципиально меняется. Собственником пенсионных накоплений становится НПФ, а застрахованное лицо считается заключившим договор обязательного пенсионного страхования с этим НПФ - т.е. оно будет стороной договора, наделенной определенными обязательственными правами. Пока трудно предположить, как эти юридические различия скажутся на институциональной конкуренции между УК и НПФ.)

5.2. Распределение инвестиционных рисков

Вопрос о гарантиях сохранности пенсионных накоплений является одним из наиболее болезненных и трудноразрешимых вопросов во всей пенсионной реформе. На наш взгляд, сама постановка вопроса о каких бы то ни было всеобъемлющих гарантиях в условиях перехода к накопительным пенсиям противоречит основополагающим принципам этой реформы и является либо самообманом, либо попыткой успокоить народ (общественность) при помощи популистских лозунгов. Однако это не означает, что не нужно выстраивать систему разумного распределения рисков.

Вложение средств пенсионных накоплений силами государственных структур (ПФР, Центробанк, Внешэкономбанк и иже с ними) в государственные же ценные бумаги, помимо указанных выше правовых противоречий, несет в себе неизбежный инфляционный риск. Государственные ценные бумаги, даже в условиях сбалансированного бюджета и отсутствия дефолтов, не могут на долгосрочных отрезках в несколько десятилетий приносить доходность выше инфляции - об этом говорит весь опыт развитых стран (подробнее см. раздел 7.2).⁷⁴

Оставшись «клиентами» ПФР, граждане практически не рискуют потерять номинальную сумму сделанных в их пользу пенсионных взносов, но их реальная покупательная способность к моменту выхода на пенсию практически гарантированно упадет. Альтернатива же состоит в том, чтобы инвестировать пенсионные накопления в долевые ценные бумаги (акции), а также корпоративные долговые обязательства (облигации), для чего необходимо выбрать частную УК (или с 2004 года НПФ).

Безусловно, большинство УК постарается в первые годы обеспечить высокую надежность инвестиций и сформирует достаточно консервативные портфели с высокой долей долговых бумаг. Даже не из-за вознаграждения (которое не выплачивается, если сумма пенсионных накоплений под управлением уменьшилась), а ради репутации. Но вместе с тем низкая доходность, которая является обратной стороной надежности, будет снижать привлекательность частных управляющих на фоне государственной УК, и из соображений конкурентоспособности некоторые из них могут пойти на дополнительные риски. А на кого эти более высокие риски будут возложены?

⁷⁴ Более того, ситуация, когда государство много лет подряд берет деньги в долг под ставку выше инфляции, должна считаться странной и ненормальной: зачем первоклассный заемщик переплачивает при заимствованиях и за счет чего он обслуживает эти долги? Ведь государство не отличается способностями к предпринимательской деятельности и зарабатыванию высоких прибылей.

Не вполне понятно, почему, но *законодатель решил вообще не затрагивать этот важнейший вопрос*. В Законе № 111-ФЗ в принципе не рассматривается ситуация, когда УК по непрофессионализму или по объективным причинам (крах фондового рынка, банкротство крупных эмитентов и т.п.) потеряла часть переданных ей средств: условно говоря, из 10 миллионов рублей, поступивших в УК из ПФР, через год осталось 9 миллионов. Но разве это невозможно?

Даже при вложении в диверсифицированный портфель корпоративных облигаций инвестор не может быть уверен, что все средства к нему вернуться: российский рынок облигаций все-таки еще молод и не прошел «проверку на прочность» в виде кризиса. Вложения в акции тем более могут принести как высокие прибыли, так и значительные убытки даже в бескризисные периоды.

Так что же будет, если УК по итогам отчетного периода (сейчас это календарный год) потеряла часть средств? Возможны три варианта:

- УК должна взять убытки на себя и возместить разницу Пенсионному фонду России из своего кармана, остаток по счету застрахованного лица не изменяется;

- убытки принимает на себя ПФР, остаток по счету застрахованного лица опять-таки не изменяется;

- убытки относятся на счет застрахованного лица, остаток по его личному счету в ПФР уменьшается, а значит, сокращается и объем его пенсионных прав.

Первый вариант будет достаточно болезненным для управляющих; к тому же он противоречит духу (хотя и не букве) договора доверительного управления, по которому риски должен нести собственник имущества - учредитель управления. Второй вариант наиболее соответствует формальному пониманию отношений по доверительному управлению, но экономически неприемлем, поскольку создает стимулы для УК брать на себя чрезмерные риски: если все закончится успехом, то повысится рейтинг управляющего, а при неудаче последствия ложатся на государство. (Эта ситуация в экономической теории описывается в терминах «ухудшающего отбора».⁷⁵) Кроме того, в бюджете ПФР не предусмотрены резервы на такой случай.

Наконец, третий вариант выглядит оправданным с экономической точки зрения, но граждане явно будут крайне недовольны. К тому же застрахованное лицо не является, как мы указывали, стороной в договоре ДУ, а значит, с юридической точки зрения неправильно возлагать на него последствия действий других лиц в рамках реализации этого договора.

Возможно выбрать любое из этих трех решений, либо какую-то их комбинацию. Но в любом случае этот выбор необходимо в явном виде отразить в законодательстве - если не в Законе № 111-ФЗ, то, например, в Постановлении Правительства об утверждении типового договора ДУ средствами пенсионных накоплений. «Страусиная политика» по отношению к этой проблеме обернется большими неприятностями в будущем, - когда часть денег в процессе инвестирования пропадет, и выяснится, что никто из участников системы не готов принять потери на себя.

⁷⁵ См. напр., Шаститко А.Е. Институциональные факторы устойчивости банковской системы. В: Российская экономика: финансовая система. Под ред. В.В.Герасименко, Д.Е.Городецкого. Москва, ТЕИС, 2000. С. 157.

5.3. Возможная система гарантий

Федеральный закон № 111-ФЗ предусматривает целый ряд мер, направленных на снижение рисков инвестирования пенсионных накоплений: назначение государственного уполномоченного органа, создание Общественного совета по инвестированию средств пенсионных накоплений, контроль за УК со стороны спецдепозитария, обязательное страхование ответственности, обязательный аудит ПФР, УК и спецдепозитария, принятие кодексов профессиональной этики. Но все эти меры никак нельзя назвать *гарантиями* по отношению к застрахованным лицам: в лучшем случае это инструменты управления рисками.

Мы полагаем, что с самого начала пенсионной реформы следовало более четко акцентировать внимание публики не на гарантиях, а именно на рисках. Парадигма реформы как раз и заключается в том, что *государство признает свою неспособность только своими силами «обеспечить гражданам достойную старость»* и снимает с себя ответственность за это. Задача «обеспечения достойной старости» должна в новой парадигме решаться совместными усилиями государства, гражданина и работодателя (кстати, приемлемый коэффициент замещения можно ожидать только при дополнении к распределительному и накопительному компонентам государственных пенсий еще и дополнительного пенсионного обеспечения). Имеет ли смысл в такой ситуации вообще ставить вопрос о гарантиях?

Наверное, это можно делать, но только в очень ограниченных масштабах: применительно к *номинальной сохранности* пенсионных накоплений, оставленных гражданами в ПФР и инвестируемых через государственную УК. Поскольку инвестирование этих средств будет производиться только в высоконадежные (и потому низкодоходные) государственные ценные бумаги и ипотечные ценные бумаги с государственной гарантией, то в любой ситуации, кроме суверенного дефолта, сумма пенсионных накоплений будет со временем несколько возрастать.

Однако гарантировать какую бы то ни было минимальную доходность государство все же не должно - во-первых, из-за непредсказуемости конъюнктуры, во-вторых, чтобы не создавать чрезмерных стимулов для «молчунов». Магистральная линия реформы должна состоять именно в том, чтобы побудить максимальное число граждан перевести свои накопления в частный сектор (УК и НПФ) с их более высокой доходностью, большей экономической целесообразностью (поскольку только там эти средства могут стать инвестиционным ресурсом, столь необходимым российской экономике), - и, безусловно, с большим риском.

Итак, государство спокойно может, не беря на себя неисполнимых обязательств, прогарантировать сохранность пенсионных накоплений в ПФР - именно по номиналу, а не по покупательной способности. Гарантировать же от своего имени даже номинальную сохранность пенсионных накоплений, переданных в частные УК и НПФ, государству категорически не следует, чтобы не стимулировать последних к неадекватно рискованной инвестиционной политике.

Нужно ли создавать объединенный гарантийный фонд, финансируемый за счет отчислений от всех УК и используемый для покрытия обязательств разорившихся компаний? Это зависит от того, какая концепция распределения инвестиционных рисков между участниками системы будет принята. Если риски несет ПФР или же застрахованные лица, тогда ответственность управляющего ограничена потерями из-за противоправных действий персонала, компьютерных преступлений и т.п., и здесь для управления рисками достаточно страхования ответственности.

Если же УК обязаны будут покрывать за свой счет потери пенсионных накоплений, связанные с ухудшением конъюнктуры на финансовых рынках, то общий гарантийный фонд имеет смысл. Его можно было бы создать под эгидой саморегулируемой организации. Однако в принципах его функционирования должен быть заложен механизм контроля за участниками - опять-таки чтобы не стимулировать безответственных управляющих к заведомо слишком рискованной инвестиционной политике.

5.4. Ведение отдельных счетов застрахованных лиц управляющими компаниями

На сегодняшний день законодательство не содержит требования о персонифицированном учете средств пенсионных накоплений внутри УК (см. раздел 4.5). Поскольку все переданные из ПФР в УК средства являются собственностью Российской Федерации, а отдельные граждане не являются ни собственниками их, ни даже выгодоприобретателями, то и управляющим вроде бы не нужно создавать лишние проблемы с ведением их счетов. Весь инвестиционный портфель, сформированный одной управляющей компанией за счет поступивших из ПФР средств, будет учитываться на едином обособленном балансе без какой бы то ни было разбивки по отдельным гражданам.

Периодически (пока неизвестно, как часто - это будет отражено в типовом договоре ДУ средствами пенсионных накоплений, который должно утвердить Правительство) управляющие будут направлять в ПФР отчет о стоимости инвестиционных портфелей. ПФР же будет время от времени - вряд ли чаще раза в год - начислять полученный инвестиционный доход на счета застрахованных лиц.

Достаточно ли этого? На наш взгляд, нет.

Застрахованному лицу, во-первых, было бы *гораздо интереснее следить* за судьбой «своего» кусочка инвестиционного портфеля чаще, чем раз в год - пусть не в режиме «он-лайн», но хотя бы раз в месяц. Это чисто психологический момент, но он может оказаться важным при принятии инвестиционного решения: переходить ли в частную УК или оставить свои средства в ПФР.

Если в частные УК перейдет достаточно много граждан - хотя бы несколько десятков тысяч - то ПФР не сможет (или не захочет) справиться с ежемесячной обработкой отчетов от управляющих и начислением доходов, а тем более с ежемесячным информированием публики. Скорее всего, граждане останутся на «голодном информационном пайке», и это будет плохо прежде всего для самих же управляющих - меньше будет желающих воспользоваться их услугами. Между тем, если бы УК вели отдельные счета граждан, они легко смогли бы снабжать их всей необходимой информацией с любой периодичностью, хотя, возможно, за отдельную плату.

Во-вторых, - и это более существенно, - дополнительное ведение счетов управляющими создает *дополнительные возможности контроля за судьбой пенсионных накоплений* отдельных граждан. Если «на входе» у УК будет не просто общая сумма в 10 миллионов рублей, а еще и разбивка этих миллионов по 5000 конкретным гражданам, и «на выходе» через год возросшая сумма в 12 миллионов также будет расписана с детальной разбивкой по этим же гражданам, то резко уменьшаются возможности ошибок со стороны ПФР при ведении своего персонифицированного учета.

Очевидное возражение состоит в том, что для управляющих это порождает дополнительные расходы. Ведение одного счета может стоить несколько долларов в год. Между тем в пользу каждого отдельного гражданина в первые годы будут приходиться скромные суммы всего лишь в несколько десятков долларов.

Да, на первом этапе эти расходы вряд ли будут окупаться. Однако вряд ли кто-то из УК рассчитывает на немедленное получение прибыли от участие в пенсионной реформе: проект этот по определению долгосрочный. Но со временем денег в управлении будет становиться все больше, расходы на ведение счетов станут экономически необременительными, - однако инерция будет мешать управляющим признать целесообразность этого подхода, если только его не ввести с самого начала.

Отметим, что негосударственные пенсионные фонды обязаны вести отдельные пенсионные счета по крайней мере по каждому вкладчику (т.е. плательщику взносов), а многие ведут их и по каждому участнику (т.е. будущему пенсионеру), даже если суммы на счетах незначительны. И новая редакция Закона «О НПФ» обязывает те фонды, которые захотят работать со средствами пенсионных накоплений, вести отдельные счета по каждому застрахованному лицу - хотя очевидно, что суммы, приходящие в пользу отдельного гражданина в НПФ, не будут кардинально отличаться от сумм, приходящих в управляющие компании. Следовательно, нет причин считать, что для УК эта задача невыполнима. Но решить ее надо законодательно - именно **обязать** УК вести счета: в противном случае ПФР просто не будет давать им необходимую информацию для ведения счетов.

Правда, если обязать управляющих вести счета в разрезе отдельных застрахованных лиц, то возникает еще один серьезный вопрос: вести ли их в денежном исчислении или же уподобить «инвестиционный портфель» паевому инвестиционному фонду (ПИФ) и учитывать средства пенсионных накоплений в терминах инвестиционных паев? Здесь мы снова возвращаемся к проблеме рисков. Если будет законодательно установлено, что инвестиционные риски несут застрахованные лица, то целесообразен второй принцип; если риски несет УК или ПФР, то первый.

5.5. Правовой статус Пенсионного фонда России

ПФР является одним из активнейших игроков на поле пенсионной реформы, несмотря на свой весьма неопределенный правовой статус.

В самом деле, ПФР - это не орган государственной власти и управления; не является он и полноценным финансовым институтом, поскольку не наделен никакими лицензиями. Документ, который наиболее подробно регламентирует его деятельность, - Положение о Пенсионном фонде Российской Федерации - утвержден Постановлением Верховного Совета Российской Федерации от 27.12.91 N 2122-1 (!) и за последние 11 лет практически не подвергалось пересмотру, кроме двух косметических изменений в 1993 и 1997 гг. Согласно этому документу:

«Пенсионный фонд Российской Федерации (России) (далее - ПФР) образован Постановлением Верховного Совета РСФСР от 22 декабря 1990 года в целях государственного управления финансами пенсионного обеспечения в Российской Федерации.

ПФР является самостоятельным финансово-кредитным учреждением, осуществляющим свою деятельность в соответствии с законодательством Российской Федерации и настоящим Положением.

ПФР выполняет отдельные банковские операции в порядке, установленном действующим на территории Российской Федерации законодательством о банках и банковской деятельности.

ПФР и его денежные средства находятся в государственной собственности Российской Федерации. Денежные средства ПФР не входят в состав бюджетов, других фондов и изъятию не подлежат.»

Формулировки довольно расплывчаты, что неудивительно для нормативного акта 1991 года. Из этих положений невозможно даже выявить организационно-правовую форму данного заведения. Некоторую определенность в проблему внес Федеральный закон от 15.12.2001 № 167-ФЗ «Об обязательном пенсионном страховании в РФ», вскользь назвавший ПФР «государственным учреждением»⁷⁶.

Этот же закон установил, что ПФР и его территориальные органы действуют на основании Федерального закона «Об управлении средствами государственного пенсионного обеспечения (страхования) в РФ», **который, однако, за прошедшие полтора года так и не был принят.**

Не являясь формально органом государственной власти и управления, ПФР тем не менее наравне с министерствами и аппаратом Правительства активно участвует в нормотворчестве в области пенсионной реформы, а председатель правления ПФР воспринимается бизнесом и публикой как один из ключевых архитекторов этой реформы. Не являясь в строгом смысле финансовым институтом, ПФР осуществляет крупные инвестиции на рынке государственных ценных бумаг - правда, не самостоятельно, а при помощи двух агентов (тоже, кстати, не имеющих лицензий).⁷⁷ Его целеполагание основано не столько на нормативных актах, сколько на политических решениях. Его информационная закрытость резко контрастирует с императивами пенсионной реформы в области информации (подробнее см. раздел 6).

Не забудем также, что это учреждение имеет колоссальные масштабы: в целом по России у ПФР более 100 тысяч сотрудников.

Представляется, что для нормального развития пенсионной реформы было бы полезно преодолеть существующую правовую неопределенность и установить четкий правовой статус ПФР на уровне давно обещанного специального закона.

5.6. Правовой статус государственной управляющей компании

На сегодняшний день государственной управляющей компанией назначен⁷⁸ Внешэкономбанк СССР - организация с еще более неопределенным правовым статусом, чем ПФР. Он является банком ныне не существующего государства, а по законодательству России считаться банком он не может по причине отсутствия соответствующей лицензии. И не случайно, что данное назначение ВЭБ, причем осуществленное без какого-либо предварительного гласного обсуждения, вызвало резкую критику со стороны ведущих частных УК.

Правительство оправдывало назначение ВЭБ соображениями экономии: в самом деле, создавать новую государственную организацию с нуля, оснащать ее необходимой техникой и набирать штат квалифицированных сотрудников - дело, несомненно,

⁷⁶ Федеральный закон от 15.12.2001 № 167-ФЗ, ст.5.

⁷⁷ Центральный банк - в части операций с рублевыми гособлигациями, Внешэкономбанк - в части операций с валютными гособлигациями.

⁷⁸ Постановлением Правительства от 22 января 2003 г. N 34.

затратное, а у ВЭБа все это было в наличии. Со своей стороны, участники рынка выдвигали две основные претензии: непрозрачность деятельности ВЭБ и возможный конфликт интересов. (Профессионализм сотрудников ВЭБ под сомнение не ставился, не говоря уже о технической оснащенности и наличии необходимой инфраструктуры.)

Какими документами определяется правовой статус ВЭБ - понять крайне сложно. Ни один из действующих российских законов его не регламентирует. Его устав утвержден постановлением Совета Министров СССР от 14 июня 1988 г. N 745 (!).

Вставка 3. О некоторых особенностях Внешэкономбанка СССР

В свое время Центральным банком России был принят любопытный документ - «Временный порядок надзора за Внешэкономбанком СССР» от 27 ноября 1996 г. N 366. Из него можно узнать следующее:

«Настоящий Временный порядок учитывает специфический характер деятельности Внешэкономбанка СССР как агента по обслуживанию внешнего долга и управлению активами бывшего СССР. Учитывается также, что, кроме этого, Внешэкономбанк СССР ведет собственные банковские операции за свой счет и свой риск.

При осуществлении надзора за деятельностью Внешэкономбанка СССР ОПЕРУ-2 принимает во внимание существенное несоответствие плана счетов, применяемого банком, действующему плану счетов, установленному Банком России для кредитных организаций.

Учитывается, что применяемый банком план счетов не позволяет однозначно отделить операции, проводимые банком в качестве агента, риск по которым банк не несет, от операций, проводимых за свой счет и свой риск.

Принимается во внимание существующая система формирования доходов и расходов Внешэкономбанка, в соответствии с которой доход Внешэкономбанка формируется за счет комиссионного дохода агента, дохода от собственной банковской деятельности и дохода по внешним долгам и активам бывшего СССР.

В расходы Внешэкономбанка включаются как операционные расходы банка, так и расходы по внешним долгам и пассивам бывшего СССР. Прибыль Внешэкономбанка утверждается на Совете директоров банка и распределяется на основании решения указанного органа один раз в год. (...)

ОПЕРУ-2 по согласованию с Департаментом пруденциального банковского надзора может устанавливать для Внешэкономбанка СССР индивидуальные экономические нормативы деятельности, ограничивающие риск, принимаемый на себя банком.»

Этот примечательный документ, к сожалению, утратил силу - в связи с изданием Указания ЦБ РФ от 19.05.1999 N 562-У, утвердившего новый порядок составления и представления отчетности Внешэкономбанком в Центральный банк и не подлежащего опубликованию. Но можно предположить, что перечисленные особенности ВЭБ СССР пока что сохраняются в прежнем виде.

Вероятно, Внешэкономбанк именно в таком виде может быть полезен государству, в том числе полезен и своей информационной закрытостью. В качестве агента по обслуживанию внешнего долга он, вероятно, проводит такие операции, о которых лучше не говорить подробно.

Но от государственной управляющей компании по инвестированию средств пенсионных накоплений требуется другое. Например, максимальная информационная открытость - чтобы конкуренция с частными УК была честной. Кроме того, в качестве агента по обслуживанию госдолга ВЭБ должен стремиться к минимизации издержек на его обслуживание, а в качестве управляющего - к максимизации доходности своих инвестиций в госбумаги, что явно порождает конфликт интересов.

Представляется необходимым искать выход из ситуации на правовых путях. Необходим либо специальный закон о государственной управляющей компании (проект которого был разработан в Совете Федерации), либо, еще лучше, закон о статусе ВЭБ в целом. В дальнейшем будет принято то или другое политическое решение: либо о целесообразности создания отдельной государственной УК «с нуля», либо о сохранении этих функций за ВЭБом. Во втором случае можно структурно и организационно выделить государственную УК внутри ВЭБа (либо в качестве дочернего юридического лица, либо в качестве обособленного структурного подразделения), создав «китайские стены», отделяющие это направление деятельности от прочих направлений.

6. Информационные проблемы реформы

Мы уже говорили о необходимости широкой разъяснительной работы среди населения для того, чтобы вообще запустить систему передачи пенсионных накоплений в частные руки. Однако информационные проблемы пенсионной реформы отнюдь не ограничиваются разовой культурно-просветительской кампанией.

Любой финансовый рынок характеризуется асимметричным распределением информации между его участниками. Для рынка пенсионных накоплений эта проблема обостряется до крайности – в силу длительного характера инвестиций, неопределенности обязательств исполнителя (УК) и неграмотности застрахованных лиц.

Население, как уже отмечалось, практически ничего не знает о пенсионной реформе вообще. То, что первый выбор 2003 года не будет сколько-нибудь рациональным, мы обсудили в разделе 4.3. Можно ли ожидать более осмысленного выбора в последующие годы?

Для этого необходима значительная просветительская работа, прежде всего со стороны бизнеса, но от нее не должно устраниваться и государство. Широкая публика со времен ваучерной приватизации инвестиционных решений не принимала и акцию от облигации в большинстве своем по-прежнему не отличает. Между тем выбор УК требует, как минимум, умения сопоставлять инвестиционные декларации разных компаний и умения сравнивать достигнутые доходности, причем не абсолютные, а скорректированные (хотя бы приблизительно) с учетом риска. Здесь совершенно необъятный простор для деятельности просветителей.

С другой стороны, чтобы эту информацию сравнивать, ее как минимум необходимо иметь. Пока что не решены вопросы ни о формате отчетности, раскрываемой управляющими (равно как и предоставляемой ими в регулирующие органы), ни о периодичности такого раскрытия. Кроме того, было бы целесообразно с самого начала централизованно аккумулировать раскрытую информацию о деятельности УК на общедоступном сайте - как это было сделано для паевых инвестиционных фондов с первых дней их работы (сайт Центра коллективных инвестиций www.cic.ru, ныне его поддерживает Национальная лига управляющих).

Естественно, никакими организационными мерами нельзя полностью устранить информационную асимметрию, связанную с тем, что УК досконально знает и свой портфель, и свои намерения, причем в режиме «он-лайн», а клиент получает эту информацию в лучшем случае дискретно и с временным лагом. Причем в силу длительного срока пенсионного инвестирования попытки клиента получать информацию слишком часто оказываются для него чрезмерно затратными.

Дополнительная проблема связана с принципиальной невозможностью определить *ex ante* цену услуги УК. Дело в том, что вознаграждение доверительному управляющему выплачивается за счет доходов от инвестирования переданных ему средств пенсионных накоплений, но не более 10 процентов величины доходов от инвестирования, полученных доверительным управляющим за отчетный год⁷⁹, - эта величина, естественно, заранее не может быть известна. Кроме того, существуют еще «необходимые расходы по инвестированию средств пенсионных накоплений»⁸⁰, которые оплачиваются не клиентами, а ПФРом, но косвенно ложатся на клиентов и потому должны включаться в цену услуги, - их величина также может корректироваться в течение отчетного периода.

Не стоит забывать, что конкуренция на рынке инвестирования пенсионных накоплений будет происходить не только между различными УК, но и между всей совокупностью частных УК, с одной стороны, - и ПФР в тандеме с государственной УК, с другой стороны. Честная конкуренция требует равной или хотя бы сопоставимой информационной открытости всех участников.

К сожалению, на сегодняшний день уровень информационной открытости - вернее, закрытости - Пенсионного фонда России не выдерживает никакой критики. Мы уже упоминали, что у него даже нет своего сайта (хотя многие региональные отделения ПФР свои сайты имеют, но это примеры инициативы на местах, а не скоординированной политики центрального аппарата). Агрегированной информации о результатах деятельности ПФР нет и в статистических сборниках Госкомстата - отсутствуют, например, данные о суммах выплаченных пенсий (приводится лишь размер средней пенсии). Ну, а информация об инвестиционной деятельности ПФР доступна только по интервью руководителей ПФР в прессе или по их же выступлениям на конференциях, не подкрепленной никакими опубликованными документами, что крайне затрудняет анализ.

В той же связке следует рассматривать и вопрос об информационных стандартах для государственной управляющей компании. В разделе 5.6 уже отмечалось, что Внешэкономбанк является крайне закрытым финансовым институтом, что не позволяет анализировать его инвестиционную активность в качестве агента ПФР. Начиная с 2004 года необходимо обязать государственную управляющую компанию (независимо от того, будет ли это ВЭБ или другая организация) раскрывать информацию о своей деятельности по управлению портфелем ПФР в объемах не меньших или даже больших, чем частные УК.

⁷⁹ См. Федеральный закон от 24.07.2002 № 111-ФЗ, п. 1 ст. 16. Там же установлено, что вознаграждение не может быть выплачено, если стоимость чистых активов в управлении данной УК уменьшилась в результате инвестирования по сравнению с предшествующим годом.

⁸⁰ Эти расходы не могут превышать 1,1 процента средней стоимости чистых активов, находящихся в доверительном управлении УК, за отчетный год. Они включают оплату услуг брокеров, банка, специализированного депозитария, аудиторов, страховщиков по договорам обязательного страхования ответственности и т.д. См. Федеральный закон от 24.07.2002 № 111-ФЗ, п. 3 ст. 16.

7. Прогноз влияния пенсионной реформы на финансовые рынки

Пожалуй, нет другого аспекта пенсионной реформы, по которому столь охотно высказываются практически все люди, говорящие и пишущие на эту тему. Причем прогнозируемые объемы средств, имеющих поступить на финансовые рынки, порой различаются на порядок.

7.1. Ожидаемые объемы поступлений и их соотношение с объемами рынков

По нашим расчетам (см. раздел 2), за 2002 год в накопительную часть поступило 39 – 40 млрд. рублей с учетом инвестиционного дохода; в 2003 году, согласно Федеральному закону «О бюджете Пенсионного фонда РФ на 2003 год», на них ожидается получение еще 4,3 млрд. рублей дополнительного инвестиционного дохода. Таким образом, сумма, которую граждане теоретически могут направить в частные УК, составит 43,3 – 44,3 млрд. рублей. Кроме того, в 2003 году ожидается приход еще 49,47 млрд. рублей взносов и инвестиционный доход на них в размере 2,75 млрд. рублей, которыми граждане смогут распорядиться лишь в конце 2004 года. Расходы по обслуживанию системы за эти два года не превысят 0,8 млрд. рублей, и потому общая сумма средств в накопительной части к началу 2004 года прогнозируется в размере 95,6 млрд. рублей.⁸¹

Прогнозировать поступления на более дальние годы можно лишь весьма приблизительно, исходя из прогнозов роста фонда оплаты труда по стране и постепенно растущего процента от него, скорректированного на регрессивный характер шкалы. К тому же неизвестен будущий уровень доходности инвестиций. Поэтому ограничимся грубой оценкой на 2010 год: если в ходе реформы не произойдет резких изменений, то, по самым осторожным подсчетам, общий объем средств пенсионных накоплений (включая инвестиционный доход) в ПФР, УК и НПФ должен будет составить к этому времени как минимум 900-1000 млрд. рублей.

Обратимся к ближайшему будущему. Из 95,6 млрд. рублей, ожидаемых в накопительной системе на начало 2004 г. подавляющая часть будет инвестирована в государственные ценные бумаги⁸²:

- все поступления за 2003 год (включая инвестиционный доход) – 52,2 млрд. рублей;
- все накопления за 2002 год, в отношении которых не поступили заявления об их переводе в частные УК (по нашим оценкам, 90-97% от общей суммы поступлений за 2002 год) – это 39 - 43 млрд. рублей;
- часть накоплений, переведенных в частные УК (по нашим оценкам, 30-40% от общей суммы поступлений в частные УК), - еще 0,4 – 1,5 млрд. рублей .

Из всех средств, переведенных в частные УК (от 1,3 до 4,3 млрд. рублей⁸³), в корпоративные ценные бумаги и иные активы, отличные от государственных ценных бумаг, будет вложено, по нашему мнению, 60 – 70%, то есть порядка 0,8 – 3,0 млрд. рублей (25 – 100 млн. долларов). Эти суммы никак не способны подорвать или расшатать рынок акций и вряд ли существенно скажется на рынке корпоративных облигаций. Но не стоит недооценивать значение этого рынка: в 2003 году будет

⁸¹ Федеральный закон от 31.12.2002 № 197-ФЗ, приложение 5.

⁸² Если к тому времени будет принят закон об ипотечных ценных бумагах, ситуация может измениться в пользу вложения части средств в эти инструменты.

⁸³ Напомним, что наша пессимистичная оценка - 3% всех накоплений за 2002 год, оптимистичная – 10%.

запущена своего рода «демонстрационная версия», которая позволит обкатать технологии работы и подготовиться к будущим более крупным поступлениям.

В течение последующих лет объем средств пенсионных накоплений, инвестируемых в корпоративные ценные бумаги, будет расти по экспоненте:

- деньги, переведенные в частные УК в прошлые годы, в основном остаются в системе (хотя и могут перераспределяться между разными УК) и притом растут из-за инвестиционного дохода;
- поступают новые деньги за следующий год от тех же клиентов;
- поступают деньги новых клиентов, решивших уйти из ПФР.

Со временем темпы роста новых поступлений сократятся, но стабилизация произойдет не ранее массового выхода клиентов на пенсию, то есть лет через 15-20.

Итак, рынок корпоративных ценных бумаг будет абсорбировать поступающие средства достаточно медленно, так что в ближайшее время кризис ему не грозит, - но не стоит ждать и ажиотажного роста (по крайней мере, до начала 2005 года, когда на этот рынок будет выброшена вторая порция пенсионных накоплений, поступивших в УК и НПФ).

А вот воздействие 95 млрд. рублей на рынок гособлигаций будет более значительным, хотя по сравнению с суммарным объемом внутреннего и особенно внешнего госдолга эти суммы и невелики. К тому же ПФР инвестирует в государственные ценные бумаги и временно свободные средства распределительной части. Поэтому весьма вероятно, что давление пенсионных накоплений на рынок гособлигаций будет приводить к дальнейшему снижению доходности.

7.2. Допустимые направления инвестирования

Один из активно дебатированных вопросов в области инвестирования пенсионных накоплений, - это вопрос о разумности инвестиций в гособлигации. Российская Федерация после дефолтов 1998 и 1999 годов сделала достаточно много для восстановления своей репутации надежного заемщика, и сегодня ее кредитоспособность не вызывает особых сомнений. Но в чем смысл вкладывать в гособлигации пенсионные деньги?

Дело не только в юридическом парадоксе совпадения должника и кредитора в одном лице (см. раздел 5.1.) Данное юридическое противоречие вскрывает более глубинную экономическую проблему: при вложении пенсионных накоплений в госбумаги, в сущности, не происходит никакого инвестирования! Под видом накопительной системы сохраняется старая распределительная, зачем-то опосредованная эмиссией государственных облигаций. Такое мнение высказывает целый ряд специалистов, в том числе первый заместитель министра экономического развития Михаил Дмитриев.⁸⁴

В самом деле, в распределительной системе имеется обязательство государства платить пенсии, не подкрепленное никакими реальными финансовыми запасами, а обеспеченное только будущими налоговыми поступлениями. В новых условиях государство также выступает источником пенсионных выплат, только в чуть более явном виде формулирует свои обязательства: вот сумма пенсионных обязательств, она

⁸⁴ См. Аузан В. Непрозрачный собес. - «Эксперт» № 14 от 14.04.2003. С.18.

равна номиналу облигаций, которые куплены государственным пенсионным фондом у государства же Министерства финансов. А за счет чего оплачиваются эти облигации? За счет все тех же налогов или выпуска новых госбумаг.

Все то же самое, нет никакой разницы! И главное - пенсионные деньги в таком варианте не доходят до экономики, не становятся источником долгосрочных инвестиций.

Кроме того, в долгосрочном плане инвестирование в государственные ценные бумаги неизбежно приведет к доходности ниже инфляции. По данным исследования Мирового Банка о результатах инвестирования средств государственных пенсионных фондов в 22 странах, на горизонтах в 10-30 лет только 10 фондов из 22 показали положительную реальную доходность, и только 2 фонда (южнокорейский и малайзийский) получили среднюю реальную доходность выше 3% годовых. Более того, 12 фондов из 22 проиграли в уровне средней доходности даже банковским депозитам! (Впрочем, выборка не вполне репрезентативна, так как включает преимущественно страны Африки и Латинской Америки.)⁸⁵

Однако, с другой стороны, вызывает сомнение и целесообразность широкого использования акций в инвестиционных портфелях частных УК. Так, разработанный ФКЦБ и внесенный в Правительство проект положения о предельных долях отдельных классов активов многими экспертами рассматривается как слишком либеральный. Согласно ему, предполагается в 2004 г. ограничить максимальную долю вложений в акции 40% от инвестиционного портфеля, с постепенным повышением до 65% к 2007 году.⁸⁶

Предложение ФКЦБ выглядит слишком «прогрессивно» даже для стран с развитыми финансовыми рынками. Посмотрим, например, данные Мирового банка о средней страновой структуре инвестиционных портфелей пенсионных фондов в 1990 г.⁸⁷ Вложения пенсионных фондов в акции предприятий и финансовых институтов в Канаде составляли 29% от общей суммы активов под управлением, в Японии – 27%, в Голландии – 20%, в Германии и Швейцарии – 18% и 16% соответственно. И лишь в странах с наиболее высокой степенью вовлеченности населения в фондовый рынок – Великобритании и США – эта доля составила 63% и 49% соответственно.

Для недостаточно глубокого, волатильного и потенциально манипулируемого российского фондового рынка эта доля явно должна быть ниже. Наглядное доказательство - недавнее апрельское «ралли» с акциями «Сургутнефтегаза». За полмесяца цена взлетела почти вдвое - с 9,05 рублей 4 апреля до 17,85 рублей 21 апреля, а к 30 апреля откатилась до 12,32 рублей. Те, кто покупал эти акции «на пике», с интересом обнаружили, что за десять дней потеряли более 30% своих вложений, хотя компания никуда не делась и чувствует себя прекрасно.⁸⁸

Есть и еще одна неожиданная проблема, связанная с инвестированием пенсионных накоплений в акции: поскольку эти средства, даже находясь под управлением УК, остаются собственностью Российской Федерации, то приобретение акций является их обращением в государственную собственность, своего рода неявной

⁸⁵ Iglesias, A., Palacios, R. (2000). Managing public pension reserves: Evidence from the international experience. Pension Reform Primer Series, Social Protection Discussion Paper, World Bank. Цит. по: Хотулев Е.Л. Регулирование деятельности государственных накопительных пенсионных фондов. (В сборнике Пенсионная система: модель для России и зарубежный опыт. Москва, 2003.)

⁸⁶ Впрочем, пока постановление не принято, и эти лимиты еще могут измениться.

⁸⁷ Averting the old age crisis. World Bank policy research report. World Bank, 1994. P. 175.

⁸⁸ По данным газеты «Ведомости» и сайта ММВБ www.micex.ru.

национализацией. При операциях с мелкими пакетами это не играет большой роли, но по мере возрастания общих объемов пенсионных накоплений и доли вложений в акции присутствие государства в акционерном капитале может стать заметным. Видимо, именно в порядке предотвращения эффекта «ползучей национализации» законодатель установил, что по акциям, находящимся в инвестиционных портфелях, собственник не имеет права голоса, - так же, как и остальные участники системы (ПФР, УК, спецдепозитарий и др.)⁸⁹ Единственное исключение - сохраняется право голосовать по вопросу о выплате дивидендов. Его, скорее всего, будет осуществлять УК, а не собственник-государство.

Впрочем, Постановление определяет только верхнюю границу, и можно надеяться на здравый смысл инвестиционных менеджеров. Никто не будет насильно заставлять их вкладывать в акции **слишком** большую долю средств: они могут остановиться на 30% или на 10%, а могут вообще поместить все средства в долговые инструменты - государственные ценные бумаги, корпоративные облигации или банковские вклады. Представители нескольких УК, опрошенные о том, какую долю портфеля они бы вложили в акции, назвали цифры в пределах 20-30%. Видимо, эти цифры и должны быть ориентиром на первые годы.

Коль скоро ни акции, ни гособлигации не являются наилучшим выбором, то управляющим компаниям придется уделить наибольшее внимание корпоративным облигациям, а также, может быть, долговым бумагам субъектов Федерации. (Эти последние дают достаточно привлекательную доходность по сравнению с федеральными облигациями, но их эмитенты менее прозрачны, чем крупные корпорации. К тому же сомнительно, что вложенные таким образом средства будут инвестированы в реальный бизнес.)

Прорывом в этой области может стать появление ипотечных ценных бумаг⁹⁰ - долгосрочных и высоконадежных финансовых инструментов, к тому же тесно связанных с реальным сектором. Это было бы привлекательным способом инвестирования как для частных УК, так и для средств ПФР (правда, для последнего требуются государственные гарантии по таким бумагам). Однако до сих пор Закон «Об ипотечных ценных бумагах» не принят.

Еще один теоретически интересный и часто обсуждаемый вопрос - о целесообразности международной диверсификации портфеля. В 2003 году инвестиции в иностранные ценные бумаги не допускаются; в 2004-2005 гг. они могут составлять до 5% инвестиционного портфеля, а к 2010 г. эта квота постепенно вырастет до 20%⁹¹.

Если на уровне нормативных актов будут сняты технические проблемы валютного регулирования (например, необходимость получать специальное разрешение Центрального банка на каждую «валютную операцию, связанную с движением капитала»), то использовать такую возможность, на наш взгляд, стоит - хотя бы для расширения кругозора инвестиционных менеджеров. Однако понятно, что кардинального воздействия на результаты портфеля 5%-ная доля вложений все равно не окажет. А резкого увеличения «экспортной квоты» ожидать не приходится, поскольку инвестиционные ресурсы нужны и в России.

⁸⁹ Федеральный закон от 24.07.2002 № 111-ФЗ, п. 5 ст. 13.

⁹⁰ Согласно концепции законопроекта «Об ипотечных ценных бумагах», эти финансовые инструменты обеспечены пулом других ценных бумаг - закладных, которые, в свою очередь, обеспечены непосредственно недвижимостью.

⁹¹ Федеральный закон от 24.07.2002 № 111-ФЗ, п. 4 ст. 28, п.2 ст. 41.

Выводы

1. Текущий этап пенсионной реформы характеризуется недостаточной степенью готовности всех основных участников процесса - государства, бизнеса и населения. Как следствие, в ходе запуска системы инвестирования пенсионных накоплений могут возникать различные неполадки и сбои, либо сам этот запуск может быть отложен на срок от нескольких месяцев до года.

2. Лишь очень немногие граждане сумеют в текущем году осуществить выбор управляющей компании как сознательное инвестиционное решение. Большинство населения из-за недостаточной общей грамотности, нехватки информации и технических проблем не захочет или не успеет перевести деньги из ПФР в УК, либо сделает выбор случайным образом.

3. Возможна недобросовестная конкуренция между управляющими компаниями, в том числе сговор с работодателями для оказания давления на граждан при выборе УК. Это может оказаться выгодно для УК в краткосрочном аспекте, но для рынка в целом это крайне нежелательно из-за возможного подрыва доверия населения к реформе.

4. По мере развития реформы необходимо будет решить ряд институциональных проблем: о праве собственности на средства пенсионных накоплений, о распределении рисков в пенсионной системе, о возможных гарантиях. Важно, чтобы эти решения принимались не кулуарно, но были бы результатом открытого обсуждения с участием всех заинтересованных экономических агентов.

5. Огромную роль в успехе реформы играет создание адекватной информационной среды. Необходима последовательная система мер, направленная на снижение информационной асимметрии: разработка стандартов раскрытия информации для УК, введение сопоставимых требований к информационной открытости для ПФР и государственной УК, просветительная кампания для широкой публики.

6. Вся накопительная система имеет смысл только в том случае, если инвестируемые средства попадут в реальный сектор. Поэтому желательно минимизировать вложение пенсионных накоплений в государственные ценные бумаги или по крайней мере не злоупотреблять ими. Вместе с тем следует директивно ограничить и максимальную долю вложений в акции, хотя бы на протяжении первых нескольких лет. Основными инструментами для инвестирования пенсионных накоплений должны стать корпоративные облигации, ипотечные ценные бумаги (по мере их появления на рынке), а также, возможно, облигации субъектов Федерации.

Литература:

Астапович А.З. и др. Институциональная инфраструктура пенсионной реформы в России. БЭА, Москва, 1998.

Аузан В. Непрозрачный собес. - «Эксперт» № 14 от 14.04.2003.

Баскаков В.Н., Лельчук А.Л., Помазкин Д.В. Моделирование пенсионной системы Российской Федерации. В: Пенсионная система: модель для России и зарубежный опыт. Серия «Научные доклады: независимый экономический анализ», № 140. Москва, 2003.

Вьюницкий В. Что осталось за строкой Закона № 111-ФЗ? - «Пенсионные фонды и инвестиции», № 4, 2002.

Голикова Л. Пенсионный депозитарий будет надежен, как банк. - «Коммерсантъ», 22.04.03.

Григорьев Л., Гурвич Е., Саватюгин А. Анализ и прогноз развития финансовых рынков в России. Москва, 2003.

Гришина Т., Голикова Л. Минфин написал, что не умеет считать. - «Коммерсантъ», 18.03.2003.

Грозовский Б. 5 млрд. рублей ищут хозяина. - «Ведомости», 22.04.2002

Гудков А. Реформа с дефицитом. - «Время новостей», 25.04.2003.

Джанчурин А., Крючкова П., Луковкина Е., Табах А. Реформа пенсионной системы: международный опыт и рекомендации для России. Москва, 2003.

Кокорев Р. В обстановке всеобщей неготовности. - «Инвестиции+», № 1 (46), 2003.

Обзор экономической политики в России за 2001 год. Под ред. А.В.Полетаева. Бюро экономического анализа. ТЕИС, Москва, 2002.

Рыбакова Т.А. Ожидания и реальность: опыт работы пенсионных фондов Казахстана и уроки для России. В: Интеграция в мировую экономику. Российская экономика десять лет спустя: проблемы и перспективы. ТЕИС, Москва, 2002.

Социально-экономическое положение России. Январь 2003 года. Госкомстат, Москва, 2003.

Хотулев Е.Л. Регулирование деятельности государственных накопительных пенсионных фондов. В: Пенсионная система: модель для России и зарубежный опыт. Серия «Научные доклады: независимый экономический анализ», № 140. Москва, 2003.

Шаститко А.Е. Институциональные факторы устойчивости банковской системы. В: Российская экономика: финансовая система. Под ред. В.В.Герасименко, Д.Е.Городецкого. Москва, ТЕИС, 2000.

Averting the old age crisis. World Bank policy research report. World Bank, 1994.

Iglesias, A., Palacios, R. Managing public pension reserves: Evidence from the international experience. Pension Reform Primer Series, Social Protection Discussion Paper. World Bank, 2000.

Об авторе

Кокорев Ростислав Александрович – заведующий сектором анализа частной финансовой системы Фонда «Бюро экономического анализа», кандидат экономических наук.