Кан М.Ч.

К использованию мирового опыта функционирования накопительных пенсионных систем

С начала нового века в России проводится радикальная реформа пенсионной системы, включающая создание накопительной подсистемы. Ее создание обычно связывают с необходимостью реализации ряда целей, в конечном счете сводящихся к эффективной организации поддержания социально справедливого доходного уровня «уже нетрудоспособных» граждан, с одной стороны, притоку «длинных денег» в экономику, — с другой. При планировании и в ходе практического развертывания отечественной накопительной пенсионной системы возникли серьезные институционально-правовые проблемы, пути решения которых до сих пор не определены[1]. В связи с этим особую значимость, естественно, приобретают изучение соответствующего мирового опыта и выявление возможностей его применения в нашей стране. В настоящей статье речь идет об использовании зарубежных подходов к решению только двух вопросов: о переводе обязательных отчислений в пенсионные фонды (государственные и негосударственные) и о противодействии недобросовестной конкуренции между этими фондами[2].

1. Организация перевода обязательных отчислений в накопительную пенсионную системы

Своевременность и четкость такого перевода обеспечиваются далеко не всегда, в связи с чем нередко нарушаются интересы как клиентов, так и государства. Перевод работодателями средств на счета застрахованных в мировой практике организуется по двум основным схемам: либо через налоговые

Максим Чунвонович Кан, кандидат экономических наук.

[1] Совокупность этих проблем рассматривается, в частности, в цикле публикаций В. Роика в «Российском экономическом журнале». Среди последних материалов цикла см.: Р о и к В. Пенсионная реформа: стартовые коллизии и необходимость концептуальной корректировки. — 2003. — № 11-12; е г о ж е. Утверждение страховых основ социальной защиты населения: необходимость и проблемы. — 2004. — № 1; К у л и к о в В., Р о и к В. Социальная политика как приоритет и приоритеты социальной политики (фрагмент «О природе страховых выплат»). — 2005. — № 1.

[2] Задействованные в настоящей статье многочисленные зарубежные (включая документы ООН и МОТ) и отечественные источники приведены в монографии автора: К а н М. Ч. Зарубежный опыт функционирования различных пенсионных систем и использование этого опыта в России. — М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2004.

органы, государственный пенсионный фонд или клиринговую палату (например, в Швеции, Великобритании и Польше), либо напрямую бухгалтериями предприятий в управляющие компании (в Казахстане и Чили). При каждой из схем возникали специфические проблемы, серьезно влияющие на размер накоплений и управление ими.

Перевод средств через налоговые органы или государственный пенсионный фонд характеризуется, во-первых, значительными задержками при переводе средств на индивидуальные счета. К примеру, в Великобритании сумма обязательных платежей становилась известной только через три месяца после окончания финансового года, после чего платеж направлялся в налоговый орган, который переводил уточненную сумму в государственный пенсионный фонд, а последний — в негосударственные пенсионные фонды (НПФ). Суммарно обработка платежей в налоговых органах и в пенсионном госфонде приводила к поступлению соответствующих взносов на индивидуальные счета с опозданием от 12 до 18 месяцев, к инфляционному обесценению этих взносов и потере инвестиционного дохода.

Во-вторых, — ошибками и несоответствиями в суммах при распределении на индивидуальные счета. В Польше задолженность бюджета перед ЗУС (польским аналогом ПФР) составила около 3 милрд. долл. и неоднократно реструктуризировалась.

Перевод работодателями средств непосредственно на индивидуальные счета чреват, во-первых, — принуждением к выбору того или иного фонда. Администрация предприятий может принуждать сотрудников к выбору определенного фонда, изменению выбора и т.п. Более подробно, данная проблема будет рассмотрена при анализе недобросовестной конкуренции.

Во-вторых, — задержками выплат и неплатежами предприятий, а также задержками государством выплат за госслужащих. В Казахстане объем задержек составляет несколько десятков миллионов долларов. Те же проблемы возникали в странах Латинской Америки. Пенсионные отчисления неоднократно оказывались заморожены при банкротствах предприятий или при бюджетных кризисах.

В России выбрана схема опосредованного перевода накоплений (от предприятия через ПФР к управляющим компаниям), функционирование которой в идеале должно подкрепляться жестким механизмом контроля и санкций за задержки платежей, С 2004 г., когда на рынок вышли негосударственные пенсионные фонды, собранные отчисления могут направляться непосредственно им (минуя ПФР).

С нашей точки зрения, в России необходимо ввести жесткие санкции (вплоть до показательно применяемых уголовных) для работодателей и ПФР за нарушения и злоупотребления при переводе средств, с целью обеспечения своевременного и полного поступления средств пенсионных накоплений на накопительные счета граждан; выплаты государством взносов за работников бюджетной сферы должны проводиться без задержек, не под-

лежать секвестру и в случае задержек сопровождаться высокими штрафными санкциями.

Учет денег на индивидуальных счетах серьезно усложняет техническую организацию накопительной пенсионной системы по сравнению с распределительной. Возможна значительная путаница и потеря части средств, особенно при переходе из фонда в фонд. Единственным способом избежать этого представляется четкий механизм обязательного информирования вкладчиков о состоянии их накопительного счета и разрешения споров по поводу состояния счета.

Например, в Австралии существует проблема потерянных или «беспризорных» счетов. Дело в том, что ранее при смене работы и связанным с ней переходе в другой пенсионный фонд величина пенсионных накоплений выдавалась вкладчику целиком на руки. При этом планировалось, что эта сумма будет внесена на накопительный счет другого пенсионного фонда на новом месте работы. Однако на практике все происходило иначе: многие «не доносили» взятые суммы до нового пенсионного фонда, а тратили свои пенсионные накопления, на свои текущие нужды при достижении же пенсионного возраста оставались с крайне незначительной суммой совокупных накоплений, на основе чего обращались за дополнительной государственной помощью. Пытаясь воспрепятствовать столь порочной практике, государство отменило выдачу накоплений на руки при переходе из фонда в фонд, при этом значительно усложнив саму процедуру. Вследствие трудоемкости перехода люди часто не переносят свои предыдущие накоплений в новый фонд, оставляя их в старом и в прямом смысле забывая о них. Особенно часто такое происходит в случае незначительного размера отчислений на счете, например, на начальном этапе трудовой деятельности или при частой смене работы. По последним оценкам, общий объем таких потерянных счетов составляет около 6 млрд. австралийских долларов (3—3,5 млрд. долл. США).

Опыт Великобритании показывает, что даже при весьма отлаженной системе персонифицированного учета, от технических ошибок не застрахован никто. Кроме того, возможно возникновение конфликтов по поводу состояния пенсионного счета и из-за недостаточной грамотности застрахованных. В Великобритании действуют, во-первых, достаточно жесткие обязательные и добровольные стандарты работы с обращениями граждан для всех финансовых организаций, работающих с пенсионными накоплениями. Во-вторых, —специальный Pension Ombudsman — орган внесудебного урегулирования споров. Своевременное разрешение споров, связанных с различными аспектами пенсионной системы, позволяет избежать крупных ошибок (как технических, так и связанных, например, с не-

качественным управлением активами), что повышает доверие граждан к системе в целом.

Возможности перехода из фонда в фонд в мировой практике, обычно ограничивают одним (Польша) или двумя (Казахстан, Чили) периодами в год. Сильно зависимые от отраслевых пенсий и страховых контрактов Великобритания и Австралия имеют менее гибкую систему с усложненным переходом из фонда в фонд. С одной стороны, непростая система перевода средств препятствует излишней текучести средств и позволяет более эффективно инвестировать накопления. С другой стороны, излишне жесткая система перевода пенсионных сбережений в другой фонд используется недобросовестными работодателями в качестве инструмента удержания работников на рабочем месте. Кроме того, невозможность реального «голосования ногами» для вкладчиков является благоприятным условием для расцветания всевозможных злоупотреблений со стороны компаний и возвращения к состоянию «человек-проситель», а не «человек-клиент». Кроме законодательно установленных, могут быть многие неявные барьеры для перехода из фонда в фонд, — например, надбавка при покупке паев нового фонда, — которые также необходимо четко отслеживать и предотвращать.

В России, согласно действующему законодательству, предусмотрена возможность перехода от одной управляющей компании к другой и/или из ПФР в НПФ один раз в год. Такая система представляется разумной, поскольку, с одной стороны, устраняет излишнюю текучесть, а с другой — позволяет достаточно легко менять управляющую компанию и/или пенсионный фонд, поддерживая конкуренцию на должном уровне. В то же время, пока не определена стоимость такого перехода, так что сохраняется риск установления для нечисто финансовых барьеров.

Следует также отметить, что в российском законодательстве не определен вопрос, связанный с рассмотрением споров по вопросам состояния пенсионных счетов. Опыт стран, в которых накопительная система действует уже давно, например, Великобритании, показывает, что даже самая «продвинутая» систем учета пенсионных накоплений не обеспечивает 100% защиты от ошибок: так или иначе в системе возникают многочисленные споры между гражданами и другими участниками системы. Решение подобных конфликтов через суд, даже через институт мировых судей — путь тупиковый. Необходимо создание системы внесудебного урегулирования споров и разработка правил и порядка работы с жалобами для всех участников системы.

В законодательстве отдельных стран прописаны случаи, когда пенсионные накопления могут быть изъяты вкладчиком до достижения пенсионного возраста. Такие исключения, будучи вполне разумными на бумаге,

на практике приводят к неоднозначным результатам. Например, в Казахстане основанием выдачи вкладчику средств, находящихся на его индивидуальном счете, считается его отъезд на постоянное место жительства за границу. Люди за определенную символическую сумму покупают в миграционной полиции справку о том, что они выезжают за границу на постоянное жительство, изымают свои пенсионные накопления, а затем начинают все «с чистого листа» в другом пенсионном фонде. Это заставило принять закон, ужесточающий данную процедуру.

В российском законодательстве рассматриваемый вопрос до сих пор не урегулирован. При дальнейшей работе над нормативной базой необходима конкретизация возможности и порядка досрочного изъятия средств. Также необходимо оговорить в законодательстве вопросы о праве супругов на накопления при разводе, праве детей и иждивенцев, порядок изъятия средств при инвалидности и т.п.

Подвижность денег в системе должна обеспечивается зашитой свободы выбора пенсионного фонда и предполагает наличие достоверной информации, отсутствие принуждения и подкупа со стороны третьих лиц (включая работодателя и государство). Именно поэтому процедура привлечения клиентов должна быть жестко отрегулирована, а будущий клиент подготовлен к выбору фонда и/или управляющей компании. Для этого, прежде всего, вкладчик пенсионной системы должен иметь возможность оценить предлагаемые альтернативы.

Следует иметь в виду, что применение стандартных мер по раскрытию информации, аналогичных применяемым в индустрии ценных бумаг недостаточно в силу неадекватных знаний среднестатистического участника пенсионной системы, даже в странах с развитыми финансовыми рынками и действующей много лет накопительной системой. Предписываемая законодательством информация изложена на «юридическом языке» и непонятна участникам. С точки зрения управляющей компании или пенсионного фонда, основной целью раскрытия информации часто является не донесение ее до участника, а формальное выполнение требования законодательства и защита компании от ответственности. Предоставляемая таким образом информация не позволяет обычному человеку рационально выбрать способ инвестирования собственных накоплений. Эта проблема в большей или меньшей степени актуальна для всех стран, в которых действуют накопительные системы.

2. Недобросовестная конкуренция между накопительными пенсионными фондами и противодействие ей

К проявлениям такой конкуренции можно отнести, во-первых, *принудительные переводы из фонда в фонд* по указанию руководства предприятия либо воспрепятствование переходу от государственной к частной

управляющей компании и обратно. Эта проблема весьма актуальна для Казахстана, в котором широко распространена практика «оптовых» переводов от всех работников больших предприятий в определенный фонд, с которым достигнута договоренность руководства предприятия.

Во-вторых, — *привлечение клиентов недобросовестной рекламой или подкупом.* Проблема одно время была характерна для Чили. Обычно для эффективной борьбы с этим злом достаточно эффективно работающего законодательства о рекламе. Может потребоваться его дополнение с учетом новых положений о пенсионной системе. Недобросовестная реклама и подкуп могут также жестко пресекаться в рамках системы раскрытия информации и кодекса саморегулирования.

В-третьих, — *использование государственным фондом своих преимуществ для удержания клиентов.* Эта проблема может стать весьма актуальной для России, поскольку для перехода в частную систему человеку потребуется предпринять определенные действия. Если же не делать ничего, то средства застрахованного автоматически остаются в ПФР и передаются государственной управляющей компании. Насколько сложна будет процедура перехода — вопрос пока открытый. Казахский опыт в данном отношении направлен на повышение привлекательности частной системы по сравнению с государственной и включает применение жестких ограничений на рекламу и на стимулирование привлечения новых клиентов, а также более жестких лимитов на инвестирование.

С точки зрения раскрытия информации представляется разумным введение наряду со стандартным вариантом «для специалистов» дополнительной упрощенной формы раскрытия информации о пенсионных фондах и управляющих компаниях. Образцом может служить, например, форма раскрытия информации для пользователей кредитных карт в США. Над концепцией должны работать не только юристы, но и психологи, чтобы изложение было понятным. Такая форма может быть принята как на уровне нормативного акта, так и добровольно управляющими компаниями и НПФ в рамках системы саморегулирования.

Кроме упрощения формы представления информации, необходимо также одновременное повышение уровня информированности среднего человека о том, как работает пенсионная система и как в ее рамках сделать рациональный выбор. Необходима активная пропаганда концепции рисков и достижение понимания того, что риск потерь и сниженной пенсии несет вкладчик, а также того, какие финансовые инструменты (по степени риска) используются тем или иным пенсионным фондом. Задачу информирования и просвещения населения должны решать и государственные органы, и частные фонды, и управляющие компании, и независимые организации, в том числе потребительские.

Для борьбы с недобросовестной конкуренцией на новом рынке необходимо активное использование действующего конкурентного законодательства. Пока сложно сказать, насколько проблема недобросовестной конкуренции, в том числе недостоверной информации, будет актуальна для России. В любом случае многое зависит от активной позиции антимонопольных органов. Часть вопросов добросовестной рекламной и маркетинговой политики можно решить на уровне добровольных кодексов, принимаемых участниками рынка. Возможно, потребуется формирование дополнительной нормативной базы, направленной на недопущение принуждения работников к выбору того или иного фонда или управляющей компании.

Основное отличие накопительной пенсионной системы от распределительной состоит в том, что выплаты зависят от величины накоплений каждого отдельного человека и удачности их инвестирования (опять-таки для каждого отдельного человека, а не всей системы в целом). Обычно для полного финансирования всех пенсионных обязательств недостаточно простой суммы собранных отчислений, необходим рост собранных активов (хотя бы ради компенсации инфляции). В любом случае риски инвестирования ложатся на одного из участников системы, и разница между накопительной и распределительной системой как раз в том, кто их несет.

При распределительной системе клиенту заранее гарантируется определенный размер выплат после достижения пенсионного возраста, т.е. все риски потери части капитала при инвестировании или нехватке накопленных средств для последующих выплат несет на себе государство обезличенно или в лице институтов, ответственных за управление накоплениями. При недостатке средств происходит перераспределение и выплаты осуществляются за счет будущих поколений, при значительной нехватке увеличивается налоговая нагрузка, т.е. частично риск инвестирования переходит в риск будущего повышения налогов для последующих поколений.

При накопительной же системы риск частичной (или полной) нехватки фондов для пенсионных выплат ложатся на плечи клиента; выплаты будут производиться лишь из средств, находящихся на индивидуальном счете каждого клиента и какое-либо перераспределение денег между различными счетами (как в рамках одного поколения, так и между ними) невозможно.

Считается, что в долгосрочном периоде значимость инвестиционного риска значительно снижается. Однако такая позиция не всегда точна. Например, между 1973 г. и 1975 г. фондовый рынок США упал примерно на 50% в реальном выражении, и понадобилось около 10 лет для его возвращения на уровень начала 1973 г. В других развитых странах в течение по-

следних 100 лет рост фондового рынка в долгосрочной перспективе был всего около 1,5% в реальном выражении. Так что даже для долгосрочных инвесторов, какими традиционно являются пенсионные фонды, проблема рисков, связанных с инвестированием, является первостепенной. Для снижения инвестиционного риска регулирующие органы обычно используют: 1) количественное регулирование портфеля (устанавливается закрытый перечень активов, допустимых для инвестирования средств пенсионных фондов, — иногда с указанием максимально допустимой доли в портфеле); 2) общие принципы минимизации рисков или так называемое «правило осторожного человека».

Строгие ограничения введены, например, в Японии, Швейцарии, Германии, Швеции, Дании, Португалии и Бельгии, менее строгие правила существуют в Италии и Испании. В остальных развитых странах (включая США, Канаду, Австралию, Великобританию, Ирландию и Голландию) регулирующие деятельность пенсионных фондов органы не устанавливают количественных ограничений на вложения в те или иные активы, а используют более гибкие правила, основанные на так называемой «концепции осторожного человека». В соответствии с ней, доверительные управляющие при принятии решений об инвестировании должны следовать логике осторожных профессионалов, заботящихся в равной мере как о получении инвестиционного дохода, так и о сохранности основного капитала. В сравнении со странами с жесткими лимитами страны с «принципом осторожного человека» характеризуются более высокой долей акций и зарубежных активов и меньшими вложениями в инструменты фиксированной доходности. Вложения в акции пенсионных фондов в режиме «правила осторожного человека» более чем в три раза больше, чем у фондов в режиме «количественных портфельных ограничений», в зарубежные активы — почти вдвое больше. Реальная же структура вложений пенсионных фондов в «режиме количественных ограничений» оказывается еще более консервативной по сравнению с установленными лимитами, так как многие компании предпочитают сохранять своеобразный буфер безопасности, дабы избежать непроизвольного выхода за установленные лимиты.

Перечню допустимых активов часто сужается также в силу неявных запретов — таких, как противоречие законодательных актов при инвестировании в тот или иной актив или полное отсутствие соответствующей нормативной базы. Например, жесткий валютный контроль на практике может «свести на ноль» возможность инвестирования средств в любые иностранные активы, что исключит возможность даже частичного хеджирования странового риска портфелей всей пенсионной системы невозможным. А для России наличие, например, возможности диверси-

фицировать страновой риск, учитывая кредитную историю РФ и возможность политического давления при установлении инвестиционной политики пенсионных фондов (управляющих компаний), представляется очень важным.

Кроме того, может быть сильно зарегулирована сама процедура осуществления сделок с определенными активами, что также фактически устранит их из списка возможных альтернатив.

Конечно, намного более прогрессивным является ограничение риска портфеля не по частям путем запрета или ограничения приобретения тех или иных активов, а целиком, в рамках портфельной теории. Однако фактическое отсутствие безрискового актива, недостаток данных, не позволяющий адекватно оценить основные характеристики созданных портфелей, плюс известная техническая сложность такого подхода даже в условиях развитых финансовых рынков делают практически невозможным регулирование рисков на базе портфеля в российских условиях.

В Великобритании регулятор осуществляет мониторинг деятельности пенсионных фондов на основе рыночной стоимости портфеля и его волатильности. Исходя из совокупных обязательств фонда перед клиентами установлено пороговое значение стоимости портфеля активов, при приближении к которому от фонда может быть потребовано переместить средства в менее рискованные и более стабильные вложения (снизить волатильность). После введения таких правил, к 1996 году пенсионные фонды практически удвоили свои вложения в государственные ценные бумаги по сравнению с 1991 годом, одновременно снизив долю акций как внутренних, так и внешних эмитентов.

Не лишена рациональности идея разделения инвестиционных портфелей и пенсионных фондов в зависимости от возраста вкладчика. Известно, что оптимальная инвестиционная стратегия зависит от возраста инвестора и, как его следствие, от склонности к риску. Возможна их группировка по возрастному критерию и установление отдельных лимитов для инвестирования по каждой группе. При отлаженной системе учета индивидуальных счетов такая группировка не должна стать серьезной проблемой. С другой стороны, это позволит повысить доходность на начальном этапе накопления путем инвестирования в более рискованные активы. В этом случае риски компенсируются за счет значительного оставшегося срока накопления. По мере приближения к пенсионному возрасту происходит перебалансировка портфеля в сторону более консервативных инструментов с фиксированной доходностью.

Должны ли лимиты быть одинаковыми для всех пенсионных фондов и управляющих компаний или же допустимо вводить некоторые дополнительные ограничения для отдельных категорий пенсионных фондов? С

одной стороны принцип равных возможностей для всех участников рынка соответствует принципу свободной конкуренции. С другой стороны, инвестирование огромных средств государственного пенсионного фонда (например, ПФР) в акции компаний может привести к так называемому феномену «ползучей национализации». При концентрации значительных пакетов акций частных компаний в руках государственного пенсионного фонда фактически означает массированное присутствие государства (хотя бы и косвенным образом) в частном секторе. Для избежания этого во многих государствах существуют строгие ограничения по вложениям государственного пенсионного фонда в акции частных компаний. Также следует учесть, что распределение активов пенсионных фондов по типам финансовых инструментов сильно разнится от страны к стране с учетом не только законодательных ограничений на инвестирование, но и сложившейся практики.

Принимая во внимание специфику российского рынка, фиксирование количественных лимитов представляется более дееспособной мерой, чем качественное описание общих правил осторожности. В настоящий момент в законодательстве установлено несколько основных лимитов (в частности, лимит на вложения в ценные бумаги одного эмитента, лимит на вложения в зарубежные ценные бумаги). Другие лимиты будут устанавливаться правительством и регулятором в пределах их компетенции.

Можно заранее предположить, что какие бы лимиты ни были установлены, всегда найдется повод для критики (либо за излишнюю либеральность, либо за излишнюю жесткость). Не подвергая сомнению необходимость количественных ограничений (например, по максимальной доле в портфеле ценных бумаг одного эмитента), в каждом конкретном случае следует быть очень осторожным. Кроме собственно базовых характеристик того или иного актива, необходимо учитывать также ликвидность и глубину рынка данного конкретного актива в местных условиях. Потенциально опасным может быть как слишком широкий, так и слишком узкий список. Чрезмерное ограничение возможностей для инвестирования не только снижает потенциальную доходность, но и ограничивает возможность более рациональной диверсификации портфеля. Кроме того, в некоторых случаях (при недостаточно развитых финансовых рынках с небольшим количеством «игроков») присутствие пенсионных фондов с узким перечнем допустимых активов приводит к структурным перекосам и неадекватной оценке активов (Казахстан), к снижению доходности допустимых активов при сохранении уровня риска. В любом случае механизм установления лимитов должен быть публичным, процедура и обсуждение изменений открытым, а сами лимиты должны регулярно корректироваться

Еще одним риском являются потенциальные противоречия в требованиях регуляторов. Управляющие компании и НПФ подпадают под регулирование со стороны уполномоченного федерального органа исполнительной власти по регулированию, контролю и надзору в сфере формирования и инвестирования средств пенсионных накоплений. Но одновременно их операции находятся в сфере регулирования ФСФР, Минздравсоцразвития России и др. Риск установления противоречивых требований со стороны регуляторов в данной сфере весьма велик, принимая во внимание общую проблему России, связанную с избыточными административными барьерами и противоречивостью многих обязательных требований к ведению бизнеса в разных сферах. Решение данной проблемы лежит в русле совершенствования общей системы регулирования и четкого разведения компетенции регулирующих органов в этой сфере.

Частично снизить влияние инвестиционных рисков на клиентов накопительных пенсионных схем призваны разнообразные гарантии, обеспечивающие определенный объем выплат при любых условиях. Пенсионные системы большинства стран в той или иной форме содержат такие гарантии. Простейшими из них являются обещание определенной минимальной доходности на вложенные средства и гарантирование определенного минимального размера на счете при достижении клиентом пенсионного возраста. Однако, согласно результатам исследований, рыночная стоимость таких гарантий достаточно высока, в силу чего переход от распределительной к накопительной системе оказывается не всегда оправданным (с учетом издержек переходного периода). Кроме того, широкие государственные гарантии пенсионных выплат могут способствовать излишне рискованным вложениям пенсионных накоплений и/или недофинансированию со стороны частных пенсионных фондов.

В Чили (первая страна, перешедшая от распределительной системы к накопительной) всем участникам пенсионной системы гарантируется доходность, ненамного отличающаяся от средней по рынку, и «пополнение» индивидуального пенсионного счета на момент достижения пенсионного возраста до размера, обеспечивающего 75% от минимальной заработной платы. Такая гарантия обеспечивает минимальную пенсию в размере 25% от средней заработной платы по стране. Интересно, что в Чили наказывается не только излишне низкая, но и излишне высокая доходность (менее половины средней доходности или же отклонение больше двух процентных пунктов от средней доходности). В случае низкой доходности разница покрывается из собственных средств управляющей компании либо фонд подлежит слиянию с более успешным, а в случае высокой — излишек депонируется в специальный резервный фонд. Аналогичная ситуация в Польше, где каждый квартал, в котором фонд не достигает 50% средней

доходности за два года или меньше ее более чем на четыре процентных пункта, управляющая компания платит штраф. Однако чрезмерное ориентирование на «среднюю» доходность по рынку имеет и негативную сторону: появляется тенденция к размещению портфеля, максимально приближенного к показателю средней доходности. В результате, фонды стараются походить друг на друга и часто тупо следуют индексу вместо применения собственных инвестиционных стратегий. Такая «атака клонов» бессмысленна для вкладчиков.

С другой стороны, в Италии, например, при наличии формально накопительной системы (индивидуальные счета и зависимость размера будущей пенсии от величины накоплений) индексация пенсионных накоплений никоим образом не связана с результатами инвестирования средств. Накопления индексируются на величину прироста ВВП страны. Таким образом, все инвестиционные риски несет пенсионный фонд (управляющая компания).

В то же время возможно предоставление других, более дешевых гарантий, которые могут быть даже более привлекательны для клиентов пенсионных систем. Например, в Японии существует гарантия сохранения реальной стоимости пенсионных накоплений. Так как размер накоплений индексируется только на рост цен, при растущей экономике стоимость такой гарантии вполне приемлема.

В Германии пенсионные фонды для получения специального налогового статуса должны гарантировать сохранность номинального размера внесенных отчислений. Аналогично в Канаде существуют специальные «сегрегированные фонды», предоставляющие гарантию по размеру внесенных средств на определенный период времени. Встречается, например, опция фиксирования прибылей на определенный момент времени (аналогично паевым фондам).

На сегодняшний день в российском законодательстве эти вопросы не урегулированы. В определенной степени гарантией для будущих пенсионеров служит сам смешанный характер пенсионной системы — даже при полной потере средств накопительной части остаются еще базовая и страховая. Возможно, такой уровень гарантий является достаточным. В то же время требуют, думается, обсуждения следующие вопросы: необходимость и порядок создания и функционирования гарантийного фонда; размеры санкции за отклонения от средней доходности и лимиты таких отклонений; единство режима инвестиций для государственной управляющей компании и для частных управляющих компаний.