

Регулирование инвестиционной деятельности зарубежных негосударственных пенсионных фондов¹.

Аннотация.

Автор исследует на модель регулирования и надзора за деятельностью негосударственных пенсионных фондов (НПФ), базирующуюся на использовании риск-ориентированных подходов, на которую в последние годы перешли большинство экономически развитых стран, прежде всего объединяемых Организацией экономического сотрудничества и развития. Данный анализ представляется актуальным в связи с поставленной Стратегией-2020: новая модель роста – новая социальная политика, задачей перехода к риск-ориентированному надзору за деятельностью российских НПФ.

Ключевые слова: инвестиционная деятельность, негосударственный пенсионный фонд, накопительный компонент пенсионной системы.

Большинство экономически развитых стран, прежде всего объединяемых Организацией экономического сотрудничества и развития, в последние годы перешли на модель регулирования и надзора за деятельностью негосударственных пенсионных фондов (НПФ), базирующуюся на использовании риск-ориентированных подходов. Задача перехода к риск-ориентированному надзору за деятельностью НПФ поставлена в Стратегией-2020: Новая модель роста – новая социальная политика.

Риск-ориентированный надзор является структурированным подходом, который фокусируется на выявлении потенциальных рисков, с которыми сталкиваются пенсионные фонды, и оценке финансовых и операционных факторов, позволяющих управлять этими рисками и обеспечивать их снижение². В рамках риск-ориентированного надзора орган надзора пытается действовать опережающим образом, стремясь выявить проблемы, которые могут возникнуть в будущем, и предпринять необходимые профилактические меры, а не реагировать на нарушение установленных правил.

¹ Статья опубликована в журнале «Финансы», 2013, №10 (с.71-76)

² IOPS toolkit for risk-based pensions supervision. Module 0: Introduction to risk-based pension supervision. – p.2.

На современном этапе основную роль в развитии российского накопительного компонента пенсионной системы играют не добровольные корпоративные программы дополнительного пенсионного обеспечения с установленными выплатами, а обязательная для участия схема с установленными взносами. Применительно к фондам с установленными взносами, передающим инвестиционные риски своим участникам, в зарубежной практике широко используются как количественные ограничения на долю различных классов рискованных активов в процентном выражении от стоимости активов, используемые в настоящее время и в России, так и качественный принцип «разумного лица» (prudent person rule), предполагающий контроль со стороны службы надзора за адекватностью основных направлений инвестиционной политики фонда или привлеченной им управляющей компании.

В руководстве ОЭСР по управлению активами пенсионных фондов отмечается, что использование принципа «разумного лица» и количественных ограничений на структуру портфеля не исключают друг друга³. Опыт глобального финансового кризиса 2008 г. также показал, что в некоторых странах применение количественных ограничений помогло существенно уменьшить негативный эффект от падения стоимости активов пенсионных фондов.

Для ограничения риска снижения стоимости активов фонда с установленными взносами также может использоваться норматив предельно допустимого значения Value-at-Risk (VaR), применяемый в Мексике и некоторых других странах Латинской Америки⁴.

Как известно, VaR представляет собой максимальное снижение стоимости портфеля вследствие неблагоприятных изменений рыночной конъюнктуры в течение определенного периода времени (например, одного дня), которое не будет превышено с определенной вероятностью (например, 95%). Основные достоинства VaR состоят в том, что этот показатель достаточно универсален и

³ OECD guidelines on pension funds asset management – OECD, 2006.

⁴ Brunner G., Hinz R., Rocha R. Risk-based supervision of pension funds. Emerging practices and challenges. – Wash.: The World Bank, 2008. – p.200.

может быть использован и сопоставлен для различных позиций и факторов риска, а также явно учитывает вероятностный аспект реализации риска.

В Мексике каждый пенсионный фонд управляет несколькими портфелями, различающимися уровнем риска, допустимой структурой вложений и максимально допустимым уровнем VaR. VaR ежедневно рассчитывается самой службой пенсионного надзора CONSAR (являющейся в Мексике узкоспециализированным на надзоре за пенсионными фондами органом), которой каждый из пенсионных фондов ежедневно передает информацию о структуре своих инвестиционных портфелей. Если какой-то из пенсионных фондов допускает нарушение предельно допустимого уровня VaR, служба пенсионного надзора вправе вмешаться и дать ему обязательные для исполнения указания по пересмотру структуры активов, направленные на снижение VaR портфеля.

Однако адекватность стандартного показателя VaR, разработанного аналитиками инвестиционного банка JP Morgan для оценки рисков краткосрочных финансовых инвестиций⁵ (и традиционного горизонта времени от одного до десяти дней), применительно к пенсионным фондам с установленными взносами, которые являются долгосрочными инвесторами, вызывает серьезные сомнения. С нашей точки зрения, долгосрочные инвесторы должны в большей степени концентрироваться на управлении долгосрочными рисками (а в случае пенсионных фондов с установленными взносами – рисками получения низкой реальной доходности за весь период управления) и демонстрировать достаточно высокую толерантность к краткосрочному снижению стоимости портфеля, если только до момента выхода на пенсию и обращения участников за своими пенсионными накоплениями не остается непродолжительный срок.

Во многих странах пенсионные фонды с установленными взносами предоставляют гарантии по минимальному уровню доходности пенсионных накоплений своих участников. В этом случае при использовании риск-ориентированного подхода к организации надзора чрезвычайно актуальной

⁵ Zangary P., Longerstaey J. RiskMetrics technical document. – N.Y.: Morgan guaranty trust company, 1996.

становится оценка возможности фонда выполнить свои обязательства по предоставленным гарантиям при реализации неблагоприятных сценариев изменения рыночной конъюнктуры в будущем.

Примером успешной реализации риск-ориентированного подхода к организации надзора за пенсионными фондами с установленными взносами, предоставляющими гарантии по уровню минимальной доходности пенсионных накоплений, может служить Дания, где надзор за пенсионными фондами осуществляется интегрированным финансовым мегарегулятором - Датской службой финансового надзора (DFSA). Поскольку предоставление гарантий приводит к образованию минимальных обязательств пенсионного фонда перед своими участниками, DFSA требует покрытия активами гарантийных обязательств, а также проводит стресс-тесты для проверки способности пенсионных фондов справиться со своими обязательствами при неблагоприятном изменении конъюнктуры финансовых рынков⁶.

Минимальная маржа платежеспособности, устанавливающая нижнюю границу допустимого уровня собственного капитала фонда, составляет в Дании 4% от приведенной стоимости гарантийных обязательств + 0,3% стоимости рискованных активов, в которых инвестированы пенсионные накопления. Но основным инструментом определения достаточности капитала пенсионного фонда и формирования позиции службы надзора в отношении типа регулирующего воздействия являются стресс-тесты, проводимые в рамках системы «светофора», которая оценивает возможность сохранения финансовой устойчивости фонда при неблагоприятном изменении рыночной ситуации.

Система «светофора» предполагает проведение двух стресс-тестов с использованием «желтого» и «красного» сценариев изменения рыночной конъюнктуры. «Желтый» сценарий возможен, но достаточно маловероятен. «Красный» сценарий гораздо более вероятен и предусматривает умеренно-пессимистическое ухудшение рыночной конъюнктуры. При проведении стресс-

⁶ van Dam R., Andersen E.B. Risk-based supervision of pension institutions in Denmark // The World Bank policy research working paper 4540. – February 2008.

тестов предполагается одновременная реализация процентных, кредитных, валютных рисков, а также риска снижения цен акций и недвижимости.

Эффект реализации риска снижения цен акций измеряется при допущении, что цены акций снижаются на 12% при реализации «красного» сценария и на 30% при реализации «желтого» сценария. Эффект реализации риска снижения цен на недвижимость измеряется при допущении, что цены на недвижимость снижаются на 8% при реализации «красного» сценария и на 12% при реализации «желтого» сценария.

Для оценки эффекта реализации кредитного риска предварительно оценивается взвешенная стоимость активов, подверженных кредитному риску. Убытки от реализации кредитного риска принимаются равными 8% от взвешенной по риску стоимости долговых инструментов, находящихся в портфеле фонда, как при реализации «красного», так и при реализации «желтого» сценария.

Эффект реализации валютного риска оценивается как VaR портфеля нехеджированных позиций в иностранной валюте. При проведении «красного» теста используется доверительная вероятность 99%, при проведении «желтого» теста – доверительная вероятность 99,5%.

Эффект реализации процентного риска для активов, приносящих процентный доход, измеряется путем пересчета их стоимости как при увеличении, так и при снижении процентных ставок, и выбора наилучшего из этих вариантов. Предполагаемые изменения процентных ставок зависят от дюрации актива, что отражает особенности колебаний процентных ставок для различных сроков вложений на финансовом рынке. Однако оценка эффекта воздействия изменения уровня рыночных процентных ставок на стоимость минимальных пенсионных выплат держателям полисов фонда проводится по другой схеме, предполагающей параллельный сдвиг временной структуры процентных ставок.

Итоговый результат стресс-теста предполагает пересчет стоимости собственного капитала и маржи платежеспособности в предположении одновременной реализации всех рассматриваемых рисков. Результаты этих расчетов как минимум раз в полгода представляются в DFSA.

Если фонд сохраняет свою платежеспособность (т.е. способность выполнить принятые гарантийные обязательства за счет имеющихся активов) при реализации «желтого» сценария, в системе «светофора» ему присваивается зеленый свет. Структура его активов очень консервативна, или же собственный капитал такого фонда достаточен для покрытия убытков, которые он может понести при существенном ухудшении рыночной конъюнктуры. Таким фондам орган надзора уделяет наименьшее внимание.

Неспособность фонда сохранить свою платежеспособность при реализации «желтого» сценария рассматривается как ранний сигнал предупреждения. Пенсионному фонду, который сохраняет платежеспособность при реализации шока, соответствующего «красному» сценарию, но утрачивает ее при реализации шока, соответствующего «желтому» сценарию, в модели «светофора» присваивается желтый свет. После этого внимание к нему со стороны службы надзора заметно усиливается. Периодичность представления результатов стресс-тестов в DFSA становится ежеквартальной, частота и продолжительность выездных проверок деятельности фонда сотрудниками DFSA также увеличиваются. Но на этой фазе основная задача службы надзора состоит прежде всего в стимулировании осознания повышенного уровня риска деятельности фонда его менеджментом, а не в принятии каких-то радикальных антикризисных мер.

Если фонд утрачивает платежеспособность не только при реализации маловероятного и очень пессимистического «желтого» сценария, но и при реализации достаточно вероятного и умеренно-пессимистического «красного» сценария, в модели «светофора» для него «загорается» красный свет. При этом фонд переводится на ежемесячный режим представления отчетности, включая результаты стресс-тестов, и вынужден оперативно разрабатывать план действий, направленный на снижение уровня принимаемых финансовых рисков и/или увеличение собственного капитала.

Учитывая, что в российской обязательной схеме накопительного пенсионного страхования НПФ и управляющие компании в соответствии с закрепленным в действующем законодательстве требованием сохранности пенсионных

накоплений обязаны гарантировать нулевую доходность инвестирования, а предложения, изложенные в Стратегии-2020: Новая модель роста – новая социальная политика, предусматривают повышение объема гарантий до темпов инфляции или процентных ставок по государственным краткосрочным облигациям, опыт Дании представляет несомненный интерес и для России. Внедрение подхода к стресс-тестированию финансовой устойчивости и обоснованию варианта действий службы надзора в отношении поднадзорной организации с учетом его результатов, подобного датской системе «светофора», может существенно повысить качество надзора за НПФ и управляющими компаниями, предоставляющими гарантии по минимальной доходности инвестирования пенсионных накоплений.

Однако при этом большее внимание, с нашей точки зрения, должно уделяться анализу финансовой устойчивости на долгосрочных горизонтах. Кроме того, технические аспекты методики оценки воздействия неблагоприятных сценариев на платежеспособность пенсионного фонда, используемой DFSA, нуждаются в серьезном совершенствовании. Это касается и методики оценки процентного риска, которая использует различные сценарии сдвига временной структуры процентных ставок для измерения процентного риска активов и обязательств и не позволяет корректно учитывать возможность иммунизации процентного риска за счет сокращения разрыва между дюрациями портфелей активов и гарантийных обязательств, и несогласованности подходов к оценке рыночных и валютных рисков (когда валютные риски измеряются с использованием показателя VaR, а риски снижения цен акций и недвижимости задаются произвольно), и уточнения подхода к оценке кредитного риска (игнорирующего как кредитные рейтинги отдельных эмитентов, так и значения основных макроэкономических показателей). Кроме того, более корректно учитывать возможность несовершенной корреляции различных рисков (т.е. эффекта диверсификации рисков, возникающего при условии, что коэффициент корреляции между эффектами реализации различных рисков меньше 1), что реализовано, напри-

мер, Банком Нидерландов в методике расчета буфера платежеспособности пенсионных фондов с установленными выплатами⁷.

Перспективным походом к регулированию инвестиционной деятельности пенсионных фондов с установленными взносами является и концепция «инвестиций жизненного цикла»⁸. В соответствии с этой концепцией структура инвестирования пенсионных накоплений должна зависеть от срока до выхода на пенсию. Для молодых участников фонда более предпочтительным инструментом инвестирования являются акции, которые характеризуются более высокой ожидаемой доходностью на долгосрочных горизонтах по сравнению с облигациями и банковскими депозитами. Для лиц старших возрастов высокая доля акций в структуре пенсионных накоплений становится опасной, поскольку для них срок, остающийся до момента выхода на пенсию и использования пенсионных накоплений для приобретения пожизненного аннуитета, может оказаться недостаточным для компенсации убытков по портфелю акций, которые могут быть понесены в ходе возможного финансового кризиса.

Поэтому в некоторых странах выбор портфелей для инвестирования пенсионных накоплений увязывается с возрастом физического лица. Более молодые могут выбирать между высокорискованными и консервативными портфелями, в то время как пожилые могут инвестировать свои пенсионные накопления только в консервативные портфели с высокой долей финансовых инструментов с фиксированной доходностью. Такой подход к формированию допустимых стратегий инвестирования пенсионных накоплений согласуется с результатами эмпирических исследований, которые показывают, что на развитых рынках капитала на долгосрочных горизонтах, охватывающих несколько десятилетий, среднее квадратическое отклонение доходности инвестиций в акции

⁷ Brunner G., Hinz R., Rocha R. Risk-based supervision of pension funds. Emerging practices and challenges. – Wash.: The World Bank, 2008. – p.79.

⁸ Ashcroft J., Stewart F. Managing and supervising risks in defined contribution pension systems // International organization of pension supervisors working paper №12. – October 2010. – p.20.

существенно уменьшается, в то время как разность между средней доходностью акций и облигаций остается неизменной.⁹

Объединяя подход, используемый мексиканской службой пенсионного надзора CONSAR для ограничения риска портфеля пенсионного фонда с установленными выплатами, с концепцией «инвестиций жизненного цикла», можно предложить следующий способ формализованного контроля инвестиционного риска, при котором предельно допустимое ограничение накладывается не на уровень максимально допустимых убытков по портфелю на краткосрочном горизонте инвестирования, соответствующих заданной доверительной вероятности, а на вероятность получения убытков на долгосрочном горизонте инвестирования, соответствующем периоду до выхода на пенсию участника фонда (или всех участников, рожденных в одном и том же календарном году).

Для демонстрации возможности введения и контроля подобного ограничения предположим, что пенсионный фонд (или управляющая компания) располагает возможностью инвестирования в два финансовых инструмента – широкий индекс рынка акций и бескупонные облигации со сроками до погашения, соответствующими периоду до выхода участника (группы участников) фонда на пенсию. Обозначим ожидаемую годовую доходность индекса рынка акций как er_e , а среднеквадратическое отклонение доходности индекса за период один год как σ_e . Предположим, что доходности рынка акций за различные годы независимы и нормально распределены с одним и тем же математическим ожиданием er_e и среднеквадратическим отклонением σ_e . Тогда среднеквадратическое отклонение доходности вложений в индекс рынка акций на период n лет составит $\frac{\sigma_e}{\sqrt{n}}$. Пусть временная структура процентных ставок горизонтальна, и бескупонная облигация обеспечивает доходность r_f для любого срока вложений.

При рассматриваемых допущениях ожидаемая доходность портфеля с долей индекса акций x_e и долей бескупонной облигации $1-x_e$ составляет $x_e er_e + (1-x_e)r_f$ и не зависит от горизонта инвестирования, а среднеквадратиче-

⁹ Берзон Н.И., Володин С.Н. Оценка финансовых активов по критерию «риск-доходность» с учетом длительности инвестирования // Экономический журнал ВШЭ. 2010. №3.

ское отклонение годовой доходности этого портфеля при различных по продолжительности сроках вложений составляет $\frac{x_e \sigma_e}{\sqrt{n}}$ и уменьшается с увеличением горизонта инвестирования n . Если вложения в акции обеспечивают получение премии за риск, то выполняется неравенство $er_e > r_f$. Тогда рациональный инвестор должен увеличивать долю вложений в акции по мере увеличения его горизонта инвестирования.

Пусть орган пенсионного надзора ограничивает вероятность получения убытка по портфелю, в который инвестированы пенсионные накопления, значением p , которое не зависит от срока, остающегося до выхода на пенсию. Тогда структура портфеля рационально действующего пенсионного фонда, соответствующая горизонту инвестирования n , будет определяться условием $N\left(-\frac{x_e er_e + (1-x_e)r_f}{x_e \sigma_e} \sqrt{n}\right) = p$, где N – функция распределения стандартизованного нормального закона распределения.

Предположим, что орган пенсионного надзора устанавливает вероятность получения убытков по портфелю до момента выхода на пенсию равной 5%, ожидаемая доходность рынка акций равна 10% годовых, среднее квадратическое отклонение доходности рынка акций равно 30% годовых, а процентная ставка по безрисковым бескупонным облигациям равна 6% годовых. Тогда структуры портфелей, обеспечивающих максимальную ожидаемую доходность при соблюдении ограничения на вероятность получения убытков, при различных горизонтах инвестирования будут иметь вид, представленный в табл.1.

Таблица 1.

Структуры инвестиционных портфелей, обеспечивающих максимальную ожидаемую доходность для различных горизонтов инвестирования при соблюдении ограничения на предельно допустимую вероятность получения убытков.

n	x_e	er	p
1/12	3,59%	6,14%	5,00%
1	13,23%	6,53%	5,00%
2	19,42%	6,78%	5,00%
3	24,50%	6,98%	5,00%
4	29,02%	7,16%	5,00%
5	33,21%	7,33%	5,00%

6	37,16%	7,49%	5,00%
7	40,95%	7,64%	5,00%
8	44,62%	7,78%	5,00%
9	48,20%	7,93%	5,00%
10	51,70%	8,07%	5,00%
11	55,16%	8,21%	5,00%
12	58,57%	8,34%	5,00%
13	61,95%	8,48%	5,00%
14	65,30%	8,61%	5,00%
15	68,64%	8,75%	5,00%
16	71,97%	8,88%	5,00%
17	75,30%	9,01%	5,00%
18	78,63%	9,15%	5,00%
19	81,96%	9,28%	5,00%
20	85,30%	9,41%	5,00%
21	88,65%	9,55%	5,00%
22	92,02%	9,68%	5,00%
23	95,40%	9,82%	5,00%
24	98,80%	9,95%	5,00%
25	100,00%	10,00%	4,78%

Расчеты показывают, что по мере увеличения срока до выхода на пенсию доля акций в структуре портфеля, обеспечивающего максимальную доходность при заданной вероятности получения убытков за весь период инвестирования, монотонно возрастает. При сроке вложений 25 лет и более вероятность получения убытков по портфелю, состоящему исключительно из акций, при заданных значениях исходных параметров оказывается меньше 5%.

Естественно, VaR различных портфелей, представленных в табл.1, для горизонта один день существенно отличается. VaR портфелей с высокой долей акций значительно выше, чем VaR портфелей, сформированных преимущественно из облигаций. При этом использование подхода, предполагающего установление лимитов на предельно допустимый VaR портфеля на краткосрочном горизонте, приводит к неоправданному увеличению доли низкодоходных облигаций в структуре портфеля с долгосрочным горизонтом инвестирования, снижению его доходности за весь период накопления и, как следствие, снижению нормы возмещения трудовых доходов при выходе на пенсию, что является гораздо более существенным риском для будущих пенсионеров, чем возможное

краткосрочное падение текущей стоимости их пенсионных накоплений, ограничиваемое с помощью предельного значения однодневного VaR.

Безусловно, рассмотренная модель носит весьма упрощенный характер. Однако ее допущения о составе инструментов, доступных для инвестирования, и их характеристиках могут быть скорректированы ради повышения их реалистичности, что, однако, приведет к существенному усложнению расчетов. В то же время она достаточно убедительно показывает, что вероятность получения убытков (или недостижения какого-то минимально приемлемого уровня доходности за период инвестирования, остающийся до момента выхода на пенсию) является значительно более адекватной метрикой инвестиционного риска участников пенсионных фондов с установленными взносами, чем VaR для горизонта инвестирования один день.

Кроме того, следует подчеркнуть, что срок до момента выхода на пенсию является крайне важным параметром при определении структуры инвестирования пенсионных накоплений. Однако в настоящее время управляющие компании, осуществляющие инвестирование пенсионных накоплений российских граждан, пенсионные счета которых ведет Пенсионный фонд Российской Федерации, не получают от него информации о личных характеристиках своих клиентов. Это не только препятствует внедрению риск-ориентированных подходов к регулированию их деятельности, но и крайне затрудняет формирование их инвестиционных решений, которые, как мы показали выше, должны существенно зависеть от распределения клиентов по срокам до выхода на пенсию.

В России выбор наиболее эффективной стратегии инвестирования пенсионных накоплений, позволяющей обеспечить приемлемую норму возмещения трудовых доходов при выходе на пенсию и одновременно исключить возможность серьезного обесценивания долгосрочных сбережений при реализации вероятных кризисов, приходится делать в условиях высокой степени неопределенности. Это требует особой гибкости при разработке и практической реализации методологии надзора, что является одним из наиболее существенных

преимуществ риск-ориентированного подхода, а значит, служит важной предпосылкой для его результативного внедрения в России.

Список использованной литературы.

1. Берзон Н.И., Володин С.Н. Оценка финансовых активов по критерию «риск-доходность» с учетом длительности инвестирования // Экономический журнал ВШЭ. 2010. №3. – с.311-325.
2. Ashcroft J., Stewart F. Managing and supervising risks in defined contribution pension systems // International organization of pension supervisors working paper №12. – October 2010. URL: <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/46260971.pdf>
3. Brunner G., Hinz R., Rocha R. Risk-based supervision of pension funds. Emerging practices and challenges. – Wash.: The World Bank, 2008. URL: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/6419/439620PUB0Box310only109780821374931.pdf?sequence=1>
4. IOPS toolkit for risk-based pensions supervision. URL: <http://www.iopstoolkit.org/index.html>
5. OECD guidelines on pension funds asset management – OECD, 2006. URL: <http://www.oecd.org/insurance/private-pensions/36316399.pdf>
6. van Dam R., Andersen E.B. Risk-based supervision of pension institutions in Denmark // The World Bank policy research working paper 4540. – February 2008. URL: <http://elibrary.worldbank.org/content/workingpaper/10.1596/1813-9450-4540>
7. Zangary P., Longerstaey J. RiskMetrics technical document. – N.Y.: Morgan guaranty trust company, 1996. URL: http://www.msci.com/resources/research_papers/technical_doc/1996_riskmetrics_technical_document.html