

Ю.А. Платонов, Е.А. Федорова

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ ИНВЕСТИЦИЙ ПЕНСИОННЫХ РЕЗЕРВОВ: НОВЫЕ ПОДХОДЫ В ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПОЛИТИКЕ

В статье рассматриваются новые подходы в инвестиционной политике размещения пенсионных резервов, основанные на принципах правила разумного инвестора. Предлагаемые подходы позволяют негосударственным пенсионным фондам более адекватно реагировать на рыночные вызовы, сохраняя при этом прозрачность и надежность инвестиций, что в долгосрочной перспективе даст возможность обеспечить устойчивый рост пенсионных средств. Применение новых подходов показано на примере НПФ «МДМ» в кризисный период 2008 г.

Глобальный процесс старения населения принципиально меняет демографическую структуру населения планеты и социально-экономический баланс поколений. Этот процесс предъявляет новые требования к совершенствованию форм социальной поддержки пожилого населения и пенсионных систем.

Принятая Правительством Российской Федерации программа дальнейшего совершенствования пенсионной системы в стране предполагает необходимость развития различных форм дополнительных пенсионных выплат, существенного повышения роли негосударственных пенсионных фондов (далее – НПФ) и их ответственности за обеспечение (в совокупности с обязательным пенсионным страхованием) достойной пенсии гражданам России. В первую очередь эта ответственность касается пенсии представителей среднего класса, уровень доходов которых выше предлагаемого в программе предельного уровня отчислений на обязательное пенсионное страхование.

Одновременно с решением важнейших социальных задач НПФ являются одним из наиболее динамично развивающихся финансовых институтов. Накопленные ими пенсионные средства (пенсионные резервы и пенсионные накопления) составили на 1 января 2010 г. около 641,5 млрд. руб. [1] Однако имеющийся инвестиционный потенциал фондов используется неэффективно. В результате непродуманной политики регулирования инвестиционной деятельности сосредоточенные в фонде долгосрочные инвестиционные ресурсы направляются в первую очередь на приобретение краткосрочных спекулятивных финансовых инструментов.

Существующая негибкая система контроля за инвестициями и отсутствие своевременной реакции со стороны Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР) России на происходящие в 2008 г. события на финансовых рынках не позволили НПФ и их управляющим компаниям адекватно отреагировать на современные вызовы и перевести активы из спекулятивных финансовых инструментов в депозиты надежных государственных банков с целью их сохранения и приумножения.

Кризисные явления, развивающиеся в экономике России, не могли не затронуть НПФ. Основными проявлениями кризиса в их деятельности являются:

– отрицательные результаты инвестирования средств пенсионных резервов и пенсионных накоплений по итогам 2008 г.;

– несовершенство методики оценки активов фондов, проявившееся наиболее остро на фондовом рынке¹;

– у большинства НПФ актуарный дефицит по итогам 2008 г. при отсутствии нормативных документов, определяющих причины этого явления, не связанные с прямыми действиями фонда;

– риск потерь пенсионных резервов и пенсионных накоплений, размещенных в депозиты банков, с которым могут столкнуться НПФ в случае банкротства этих кредитных учреждений (требования по возврату пенсионных накоплений граждан в отличие от вкладов физических лиц удовлетворяются в пятую очередь – по разряду «прочие кредиторы») [2].

Важным направлением дальнейшего совершенствования инвестирования пенсионных резервов является переход от количественных методов регулирования состава и структуры инвестиционного портфеля НПФ к регулированию по принципу разумного инвестора, который позволяет более адекватно реагировать на рыночные вызовы, сохраняя при этом прозрачность и надежность инвестиций.

Одним из ключевых отличий управления на основе применения правила разумного инвестора от управления по методу количественных ограничений является уровень принятия решения о распределении по классам активов. Особенно это важно, поскольку именно на этом уровне определяются 90% инвестиционных результатов, что подтверждено множеством исследований [3]. В этом смысле правило разумного инвестора гораздо предпочтительнее, так как при его использовании решение о распределении активов принимается фондом в зависимости от его инвестиционных целей и ограничений, и только затем прописывается в инвестиционной декларации.

Безусловно, при наличии существенных количественных ограничений решение о распределении по классам активов принимается в большей степени регулятором и в меньшей степени самим фондом, поэтому в таком случае у пенсионных фондов меньше шансов создать инвестиционный портфель, действительно оптимальный для достижения цели фонда по доходности при прогнозируемых параметрах риска.

Остановимся более подробно на нескольких принципах правила разумного инвестора, которые могут позволить НПФ существенно сократить некоторые риски при инвестировании пенсионных средств. Классификация данных рисков представлена в табл. 1. В ней приводятся механизмы и финансовые инструменты сокращения указанных рисков.

Таблица 1

Механизмы сокращения инвестиционных рисков в пенсионных фондах

| Тип риска | Механизм сокращения риска | Используемые финансовые инструменты |
|--|---|---|
| Риск изменения процентных ставок | ALM – управление по обязательствам (согласование дюрации активов и обязательств) | Долгосрочные облигации, производные финансовые инструменты: контракты своп |
| Рыночный риск; риск ликвидности | Использование производных финансовых инструментов | Производные финансовые инструменты: фьючерсные и опционные контракты |
| Кредитный риск (риск банкротства эмитента); рыночный риск; процентный риск | Ограничение уровня риска инвестиционного портфеля в зависимости от возраста участника | Множественность инвестиционных портфелей, сочетающих разные классы активов исходя из кредитного качества эмитента |

¹ Это относится как к отражению в бухгалтерском учете отрицательных результатов инвестирования, так и к вопросу о том, представляет ли кризисный рынок действительно «справедливую» цену активов.

Рассмотрим отдельно каждый из предложенных механизмов сокращения риска и возможность его применения пенсионными фондами.

Управление по обязательствам. ALM (Asset/Liability Matching) является частью правила разумного инвестора в США, Великобритании и других англосаксонских странах в планах DB, т.е. выполнение ключевых принципов правила разумного инвестора подразумевает обязательное ALM².

В директиве ЕС и рекомендациях ОЭСР указано, что регуляторы должны обеспечить возможности для этого (не препятствовать лимитами). И хотя лимиты по отдельным странам продолжают использоваться, их количество по странам снижается с каждым годом: в настоящее время только в половине стран – членов ОЭСР используются лимиты по классам активов [4].

Для пенсионного плана DB несоответствие активов обязательствам, т.е. когда риск-факторы для активов и обязательств различны, является даже большей проблемой, чем недофинансирование (активы меньше обязательств). В соответствии с МФСО (IAS 19) обязательства пенсионных фондов должны дисконтироваться в целях учета по рыночным, а не фиксированным ставкам (учет по справедливой стоимости). В результате с изменением ставок дисконтированные обязательства пенсионного фонда также меняются – они становятся чувствительными к изменению кривой ставок (к структуре ставок по срокам). Возникает рассогласование по срокам обязательств и активов пенсионного фонда. Обязательства ведут себя как бумаги с фиксированной доходностью – их стоимость увеличивается при снижении ставок. Типичная дюрация активов пенсионного фонда составляет 5-10 лет, в то время как обязательств – 15-25 лет, т.е. рассогласование активов и обязательств по дюрации составляет от 5 до 15 лет. В результате увеличивается волатильность отношения достаточности фондирования, поскольку ставки дисконтирования активов и обязательств изменяются по-разному.

Расхождение между ними растет в экономически самые неблагоприятные моменты (т.е. когда компании-спонсоры наиболее уязвимы), что требует увеличения взносов. Так, к концу 2009 г. общемировой показатель недофинансирования пенсионных фондов составлял около 30%. Эту ситуацию четко иллюстрирует рис. 1 [5], который показывает, насколько повысились совокупные обязательства и в то же время уменьшились пенсионные активы во время кризиса 2008 г.

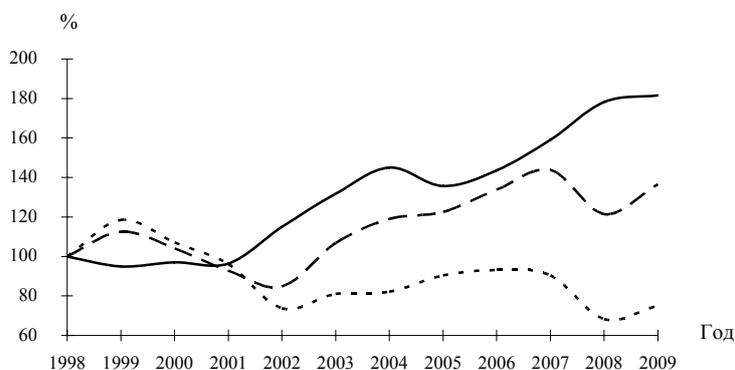


Рис. 1. Изменение активов (— — —) и обязательств (—) DB пенсионных фондов в мире:
----- активы/обязательства

²Пенсионный план с установленным размером выплат (DB) – пенсионный план, кроме планов с установленным размером взносов. Пенсионный план с установленным размером взносов (DC) – пенсионный план, в котором спонсор плана делает фиксированные взносы и не несет ни юридической, ни юридически подразумеваемой обязанности делать дополнительные взносы в действующий план в случае неблагоприятного развития ситуации в этом плане [2].

По сравнению с 1998 г. показатель соотношения активов и обязательств для пенсионных планов DB снизился к концу 2009 г. на 24,9%.

Таким образом, подход ALM направлен на формирование структуры портфеля, обеспечивающей сохранность активов относительно обязательств. Он позволяет минимизировать риски процентных ставок, а также максимально сблизить параметры обязательств и активов, чтобы негативный эффект указанных рисков был минимальным. Это повышает прогнозируемость финансового результата.

Снижения риска движения ставок можно добиться согласованием дюрации активов и обязательств. Для минимизации расхождения дюраций можно использовать такие инструменты, как долгосрочные облигации, либо свопы (совместно с облигациями) [6].

Облигации с большим сроком погашения, в принципе, позволяют близко воспроизвести временную структуру платежей по обязательствам. Использование этого инструмента в отечественной практике может быть ограничено по следующим причинам: 1) очень мало облигаций со сроком погашения 30 лет и более; 2) согласование дюрации требует наличия активов с дюрацией, соответствующей средневзвешенной дюрации дисконтированных обязательств, что на практике встречается крайне редко. Последнее ограничение можно устранить путем использования свопов как инструментов, которые могут удовлетворить любые требования по дюрации. В этом случае обязательства могут быть покрыты активами, составляющими менее 100% приведенной стоимости обязательств; таким образом, освобождается часть активов для инвестирования в более доходные классы инструментов.

Использование производных финансовых инструментов. Этот принцип правила разумного инвестора подразумевает оценку активов в контексте портфеля. Главным при оценке актива для включения в портфель является вопрос о том, как это включение отразится на риске для всего портфеля. По правилу актив сам по себе не может быть хорошим или плохим, высоко- или низкорискованным. Все решения принимаются в контексте портфеля. С использованием этого принципа убытки по отдельным активам становятся приемлемыми, если такие активы в целом уменьшают общий риск портфеля. Согласно этому принципу сохраняется также возможность использования деривативов для целей хеджирования [1], позволяющего устранить или зафиксировать на определенном уровне риск возможных потерь путем занятия на параллельном рынке противоположной позиции.

Правилами размещения средств пенсионных резервов предусмотрено, что срочные сделки при их размещении управляющей компанией пенсионного фонда могут совершаться:

- а) в целях уменьшения риска снижения стоимости пенсионных резервов;
- б) на торгах фондовых бирж;
- в) при определении размера обязательств клиринговой организацией.

Вопрос применения производных финансовых инструментов в целях уменьшения риска снижения стоимости пенсионных резервов приобретает особую актуальность, если принять во внимание Приказ ФСФР России от 10 ноября 2009 г. №09-45/пз-н об утверждении «Положения о снижении (ограничении) рисков, связанных с доверительным управлением активами инвестиционных фондов, размещением средств пенсионных резервов, инвестированием средств пенсионных накоплений и накоплений для жилищного обеспечения военнослужащих».

В мире объемы торгов биржевыми производными инструментами неуклонно растут, и данная тенденция просматривается, прежде всего, в секторе финансовых деривативов, в первую очередь фьючерсных и опционных контрактов на фондовые индексы.

Главная причина состоит в том, что фьючерсы и опционы на фондовые индексы дают возможность участникам рынка работать не с индивидуальными акциями, а с рынком ценных бумаг в целом либо с определенным его сегментом. В результате институциональные инвесторы используют такие инструменты для хеджирования широко диверсифицированных фондовых портфелей. Использование для этих целей фьючерсов и опционов на отдельные акции менее удобно и более затратно вследствие необходимости проведения большого числа операций с многочисленными контрактами на входящие в портфель акции.

В качестве операции, позволяющей уменьшить риск снижения стоимости акций, входящих в портфель пенсионного фонда, рассмотрим покупку опциона «пут» на фьючерсный контракт на индекс РТС. Указанный контракт является маржируемым, что означает наличие обязательства сторон по вариационной марже. Рынок фьючерсов и опционов в РТС (FORTS) выбран по той причине, что это «ведущая площадка» по торговле производными финансовыми инструментами в России и странах Восточной Европы. Таким образом, приобретая опцион «пут» на фьючерсный контракт на индекс РТС, фонд может застраховать себя от риска падения курсовой стоимости портфеля в целом, если он сходен по своей структуре с индексом РТС или коррелирует с ним.

Еще одним преимуществом базового актива, непосредственно влияющим на привлекательность указанного опциона, является методика расчета, предусматривающая формирование индекса РТС исключительно на основе цен биржевых сделок. Перерасчет индекса РТС осуществляется при заключении каждой сделки с акцией, входящей в базу его расчета. Данный факт формирует абсолютную репрезентативность индекса и исключает возможность ценового манипулирования на рынке базового актива с целью получения выгоды на срочном рынке.

Оценим, как изменится доходность условного портфеля пенсионного фонда при открытии в портфеле позиции по опционному контракту «пут», позволяющей ограничить существующие риски по позиции в акциях. Расчеты произведены отдельно для периодов 2008 и 2009 гг., что обусловлено необходимостью переоценки рыночной стоимости ценных бумаг, составляющих пенсионные резервы.

При решении поставленной задачи был принят ряд допущений:

- доля акций в условном портфеле пенсионных резервов фонда составляет 20%, что примерно соответствует, согласно данным ФСФР России, доле акций в структуре портфелей пенсионных резервов НПФ на 31.12.2008 г.;
- оставшуюся часть портфеля (80%) составляют инструменты с фиксированным доходом – корпоративные облигации;
- вводы и выходы активов и денежных средств за рассматриваемый период (с 31.12.2007 г. по 31.12.2009 г.) не производятся;
- издержки, связанные с инвестиционной деятельностью (ведение счетов, налоги и т.д.), не учитываются в модели;
- базовая валюта – рубль;
- доходность каждого финансового инструмента рассчитывается, исходя из ежедневной цены закрытия.

Также принято, что премия по контрактам выплачена за счет сокращения доли акций в портфеле фонда. При этом, заключая опционный контракт, фонд страхуется от падения индекса РТС ниже уровня, составляющего 15% уровня индекса на дату заключения контракта. Вариационная маржа рассчитывается и уплачивается в период с первого до последнего дня заключения контракта (даты исполнения) включительно. Контракты подлежат исполнению, т.е. всегда существует контрагент с короткой позицией в той же серии опционов.

Изменение доходности портфеля пенсионных резервов без применения производных финансовых инструментов и портфеля пенсионных резервов с опционом «пут» в 2008 г. показано на рис. 2 [7, 8].

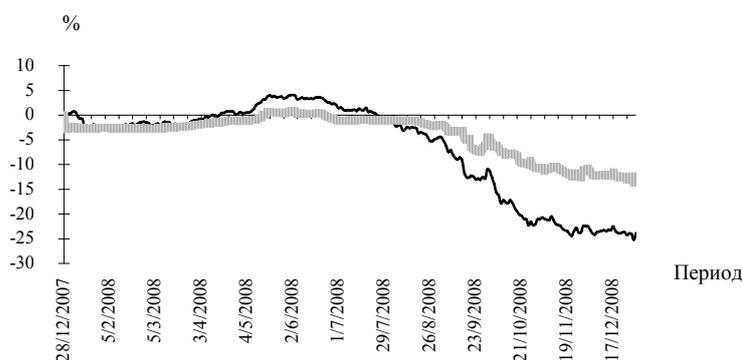


Рис. 2. Изменение доходности портфелей в 2008 г.
— пенсионных резервов; — пенсионных резервов с опционом «пут»

Как отмечалось выше, в качестве условного портфеля пенсионных резервов фонда использован портфель, в котором 20% составляет индекс РТС, 80% – индекс корпоративных облигаций ММВБ с учетом купонного дохода.

Использование опциона «пут» в портфеле пенсионных резервов фонда в 2008 г. позволило бы сократить возможные потери, что наглядно демонстрирует рис. 2. В этом случае доходность размещения пенсионных резервов составила бы -12,37% годовых, в то время как доходность условного портфеля пенсионных резервов без использования опциона равна -23,86% годовых. Снижение индекса РТС в 2008 г. составило 72,41%, индекс корпоративных облигаций ММВБ снизился на 11,72%.

Использование опциона «пут» на фьючерсный контракт на индекс РТС в портфеле фонда в условиях растущего фондового рынка, что характерно для 2009 г., приведет к сокращению доходности размещения пенсионных резервов с 44,65% годовых (для портфеля пенсионных резервов без использования производных финансовых инструментов) до 37,80% годовых (для портфеля пенсионных резервов с включением опциона), что наглядно иллюстрирует рис. 3 [7, 8].

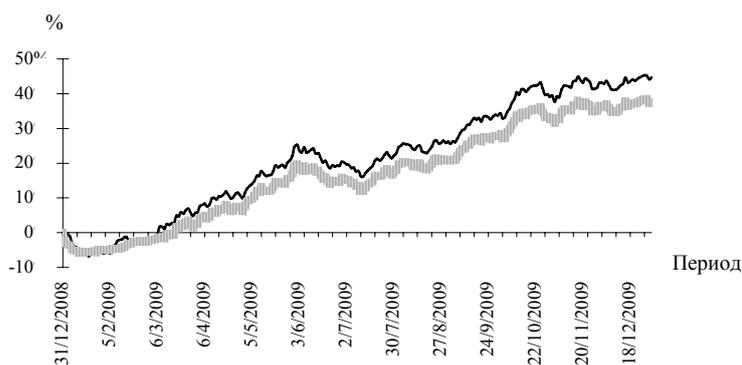


Рис. 3. Изменение доходностей портфелей в 2009 г.:
— пенсионных резервов; — пенсионных резервов с опционом «пут»

Снижение доходности портфеля пенсионных резервов с опционом «пут» на растущем рынке обусловлено величиной премии, выплаченной по контрактам. Рост индекса РТС в 2009 г. составил 128,62%, индекс корпоративных облигаций ММВБ возрос за этот период на 23,66%. Премии, выплаченные по опционным контрактам в этом случае, окупаются инструментами с фиксированным доходом.

В общем случае инструменты срочного рынка (фьючерсные и опционные контракты) могут быть использованы негосударственными пенсионными фондами не только в периоды падения фондовых рынков, но и в случае, когда доля акций в портфеле фонда не ограничена размерами фиксированного дохода, который фонд получит за счет инвестирования в инструменты с фиксированной доходностью. Это обусловлено тем, что достижение инвестиционных целей по доходности для отдельных пенсионных планов/портфелей может предполагать использование более агрессивных стратегий для разных возрастных групп участников.

Рассматривая возможности использования пенсионными фондами инструментов срочного рынка, необходимо обратить внимание на то, что очевидной причиной высокой популярности таких инструментов, в частности фьючерса на индекс РТС, является спекулятивная привлекательность, которая заключается в низких издержках и возможности получения «эффекта рычага» при инвестициях в фондовый рынок.

В целом срочный рынок остается высокоспекулятивным, что подтверждается значительным падением объемов торгов на FORTS в условиях обвала фондовых рынков в 2008 г., т.е. в период, когда инструменты этого рынка были бы особенно востребованы пенсионными фондами.

В моменты повышенной волатильности на финансовых рынках России объем торгов опционами в общем объеме торгов на срочном рынке FORTS сократился с 20,43% в декабре 2007 г. до 3,44% к февралю 2009 г. и оставался практически на этом уровне в течение 2009 г.

Ограничение уровня риска инвестиционного портфеля в зависимости от возраста участника. Помимо соответствия активов обязательствам и использования деривативов для целей хеджирования при управлении пенсионными деньгами, правилом разумного инвестора признается необходимость того, что ключевые решения о распределении по классам активов принимаются на уровне фонда исходя из его обязательств.

Инвестиционная декларация, являющаяся обязательным элементом при управлении пенсионными деньгами, должна отражать инвестиционные цели и инвестиционные ограничения портфеля. Инвестиционные цели указываются в отношении как доходности, так и риска портфеля. Инвестиционные цели в отношении доходности могут быть разными для портфелей, соответствующих группам работающих и вышедших на пенсию участников. Они могут быть более агрессивны при более молодом возрасте участников и менее агрессивны для части портфеля, предназначенной для выплат пенсионерам.

Участники молодого и предпенсионного возраста и пенсионеры вынуждены владеть одинаковыми портфелями, что не оптимально и для тех, и для других, поскольку первые предпочли бы портфели, использующие премии за риск и ликвидность (т.е. с более значительной долей акций), а вторые – портфели с меньшим риском и большей ликвидностью (с более значительной долей краткосрочных активов с фиксированным доходом). Хотя некоторые пенсионные фонды проводят инвестиционную политику, учитывая средний возраст участников, тем не менее можно утверждать, что портфель будет неоптимальным для участников разных возрастов.

Такой подход с позиции правила разумного инвестора позволяет перейти от ограничения направлений и объемов инвестирования средств пенсионных резервов к

ограничению уровня риска инвестиционного портфеля в зависимости от возраста участника пенсионного плана.

Возраст участника является основным фактором при определении инвестиционных ограничений портфеля, накладываемых временным горизонтом. При этом необходимо учитывать следующие обстоятельства:

- открыт ли план для новых участников;
- количество работающих участников относительно количества получающих пенсионные выплаты и средний возраст участников плана.

Ограничение уровня риска инвестиционного портфеля в зависимости от возраста участника пенсионного плана приводит к множественности портфелей пенсионного фонда. Вопрос о едином портфеле в сравнении с множественными портфелями является дискуссионным в области регулирования инвестиций пенсионных фондов.

Рассмотрим применение вышеописанного подхода на примере НПФ «МДМ». В рамках Федерального закона от 7 мая 1998 года №75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах» пенсионный фонд может реализовать несколько инвестиционных стратегий размещения пенсионных резервов и, следовательно, соответствующих им портфелей с ограниченным уровнем риска в зависимости от возраста участника. Создадим условные портфели пенсионных резервов, используя для градации уровня допустимого риска данные о половозрастной структуре участников НПФ «МДМ», представленные в табл. 2.

Таблица 2

Половозрастная структура участников НПФ «МДМ»

| Мужчины | | Женщины | |
|-----------------|-------------|-----------------|-------------|
| возраст, лет | численность | возраст, лет | численность |
| до 30 | 309 | до 30 | 755 |
| от 30 до 40 | 470 | от 30 до 40 | 749 |
| от 40 до 50 | 230 | от 40 до 50 | 702 |
| от 50 до 60 | 617 | от 50 до 55 | 1066 |
| 60 лет и старше | 19 | 55 лет и старше | 312 |

Примем шаг градации допустимого риска равным 20 годам (три уровня риска). Получим три портфеля, которые условно могут включать следующие активы, предусмотренные правилами размещения средств пенсионных резервов:

– портфель *A* – безрисковый, включающий государственные ценные бумаги, облигации эмитентов и депозиты банков, имеющих рейтинги инвестиционной категории не ниже *AA* для мужчин в возрасте старше 60 лет и женщин в возрасте старше 55 лет. Количество участников – 331;

– портфель *B* – умеренно рискованный, включающий ценные бумаги, предусмотренные портфелем *A*, а также ценные бумаги эмитентов, имеющих рейтинги инвестиционной категории не ниже *BBB* – для мужчин в возрасте от 40 до 60 лет и женщин в возрасте от 40 до 55 лет (2 615 участников);

– портфель *C* – среднерисковый, включающий ценные бумаги, предусмотренные портфелем *B*, а также ценные бумаги эмитентов, имеющих рейтинги спекулятивной категории не ниже *BB* и производные ценные бумаги – для участников обоих полов в возрасте до 40 лет (2 283 участника).

Оценим, как изменится доходность инвестирования пенсионных резервов в случае формирования описанных выше портфелей. При решении поставленной задачи и оценке полученных результатов будем считать, что пенсионные обязательства фонда перед всеми участниками сформированы в одинаковом размере и изменений в половозрастной структуре участников фонда не происходит.

Оценка полученных результатов проведена путем анализа годовой доходности портфелей, исходя из двух последовательных вариантов возможного развития конъюнктуры фондового рынка и общей экономической ситуации. Вариант I – пессимистичный сценарий и вариант II – оптимистичный сценарий. Для выбранных вариантов наиболее полно отражают уровни цен финансовых активов, сложившиеся на 31 декабря 2008 г. – для пессимистичного сценария и на 31 декабря 2009 г. – для оптимистичного сценария. В качестве базового уровня цен финансовых активов, составляющих портфели, принят их уровень на 31 декабря 2007 г.

Структура портфелей по видам входящих в них активов представлена в табл. 3.

Таблица 3

Структура портфелей по видам входящих в них активов

| Формируемый портфель | Вид актива | Доля актива в портфеле, % |
|----------------------|--|---------------------------|
| A | Корпоративные облигации | 35 |
| | Государственные ценные бумаги субъектов РФ | 15 |
| | Государственные ценные бумаги РФ | 50 |
| B | Обыкновенные акции | 10 |
| | Корпоративные облигации | 45 |
| | Государственные ценные бумаги субъектов РФ | 15 |
| | Государственные ценные бумаги РФ | 30 |
| C | Обыкновенные акции | 35 |
| | Корпоративные облигации | 55 |
| | Государственные ценные бумаги субъектов РФ | 10 |

На рис. 4. приведены обобщенные данные о доходности портфелей, сформированных с использованием подхода, который позволяет перейти от ограничения направлений и объемов инвестирования средств пенсионных резервов к ограничению уровня риска инвестиционного портфеля фонда в зависимости от возраста участника пенсионного плана.

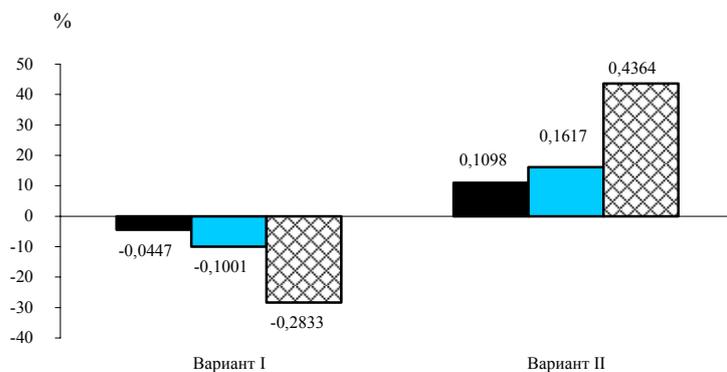


Рис. 4. Данные о доходности сформированных портфелей:

■ A; ■ B; ▨ C

Используемая при формировании портфелей A и B государственная ценная бумага ОФЗ-46020-АД имеет дату погашения 6 февраля 2036 г. Учитывая, что для участников пенсионного возраста необходим портфель с большей ликвидностью, портфель A должен содержать в своем составе государственные ценные бумаги РФ

с дюрацией до двух лет. В этом случае результат по доходности для варианта I портфеля *A* будет иной – стоимость портфеля снизится менее значительно.

Инвестиционные портфели, сформированные по принципу ограничения уровня их риска в зависимости от возраста участника, показали следующую доходность в соответствии с вариантами I и II: портфель *A* – -4,47 и 10,98%; портфель *B* – -10,01 и 16,17% и портфель *C* – -28,33 и 43,64%. В то время как единый портфель, сформированный из тех же активов, для всех участников имеет доходность в соответствии с вариантом I -17,74%, в соответствии с вариантом II -26,34%.

Сравнение изменения доходностей портфелей пенсионных резервов для разных половозрастных групп, сформированных по уровням риска, показывает, что доходности портфеля для более молодых участников выше, поскольку он имеет большую премию за риск и ликвидность. По мере роста возраста участников плана формируемые для них портфели имеют в своем составе больше консервативных активов, что является оптимальным с точки зрения уровня риска такого портфеля и, следовательно, сохранности пенсионных средств.

Полученные результаты реализации нескольких инвестиционных портфелей при размещении пенсионных резервов наиболее полно отвечают целям участников по сохранности и доходности пенсионных средств.

Теоретические достоинства множественных портфелей в случае инвестирования пенсионных резервов по уровням риска в зависимости от возраста участников являются очевидными, но возникает вопрос о том, в какой степени выгоды пенсионного обеспечения будут компенсировать затраты. В целом признано, что множественные портфели будут увеличивать издержки администрирования и контроля за соблюдением Правил размещения пенсионных резервов. Разделение пенсионных взносов между разными портфелями и перевод инвестиций между ними также значительно увеличивает административную нагрузку. Хотя эти издержки будут уменьшаться по мере развития электронных технологий, они все же могут оказаться значительным «грузом» для пенсионных фондов и других субъектов отношений в рамках негосударственного пенсионного обеспечения.

Также следует учесть, что выгоды пенсионного обеспечения зависят от того, насколько много участников пенсионного плана фактически объединены единым портфелем. Лица с высокими доходами – очевидно, нет, так как они имеют значительные суммы личных сбережений и могут создавать свои собственные добровольные портфели активов так, чтобы компенсировать все ограничения, накладываемые единым обязательным портфелем. Лица с низкими доходами не имеют личных сбережений для компенсации этих ограничений, но пенсионные выплаты работникам с низкими доходами в большинстве стран поступают, в первую очередь, за счет государственных пенсионных систем. Выгоды социального обеспечения от множественных портфелей будут относительно умеренными в таких случаях.

Следовательно, выгоды негосударственного пенсионного обеспечения будут на лицах со средними доходами и могут все так же быть значительными или нет, в зависимости от относительного размера сформированных портфелей пенсионных резервов в общем объеме пенсионных ресурсов (расходы на инфраструктуру), степени, в которой данные лица уже компенсируют эти ограничения за счет личных сбережений, и от распределения доходов (по возрасту).

Таким образом, наиболее приемлемым направлением совершенствования политики размещения пенсионных резервов представляется переход от количественных методов регулирования состава и структуры инвестиционного портфеля НПФ к широко распространенному в мире принципу разумного инвестора. Он позволит негосударственным пенсионным фондам более адекватно реагировать на рыночные вызо-

вы, сохраняя при этом прозрачность и надежность инвестиций, что в долгосрочной перспективе даст возможность обеспечить устойчивый рост пенсионных средств, формируемых в пользу граждан как на добровольной, так и на обязательной основе, для достижения уровня, обеспечивающего достойную жизнь пенсионеров.

В заключение отметим, что правило разумного инвестора – это, прежде всего, подход к инвестированию, при котором на руководство пенсионного фонда и управляющих активами накладывается фидуциарная ответственность. В ее рамках необходимо обеспечить диверсификацию инвестиционного портфеля и получить максимальный уровень доходности при приемлемом уровне риска. В реализации этих целей ключевую роль играет продуманная инвестиционная стратегия и правильно организованный инвестиционный процесс.

Литература

1. <http://www.fcsm.ru> – Федеральная служба по финансовым рынкам.
2. <http://narf.ru> – Саморегулируемая организация Некоммерческое партнерство «Национальная ассоциация негосударственных пенсионных фондов».
3. Davis, E.P. (2002), *Правила разумного человека или количественные ограничения? Регулирование портфелей долгосрочных институциональных инвесторов* // Журнал пенсионной экономики и финансов. <http://www.geocities.com>
4. Davis, E. P. (2001). *Регулирование фондированных пенсий – исследование на примере Соединенного Королевства*. Спец. доклад № OP15. Управление финансовых услуг. Лондон, <http://www.fsa.gov.uk>
5. *Global Pension Asset Study, 2010* Глобальное исследование пенсионных активов, Январь 2010. <http://www.towerswatson.com>
6. Bodie, Z. и Merton, R. (2001), «Международные пенсионные свопы», Дискуссионный доклад № PI-0114, Пенсионный институт, Биркбекский Колледж, Лондон, <http://www.pensions-institute.org>
7. <http://www.rts.ru> – ОАО «Фондовая биржа РТС».
8. <http://www.micex.ru> – ЗАО «Московская межбанковская валютная биржа».