

## ОБ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ НЕГОСУДАРСТВЕННЫХ ПЕНСИОННЫХ СИСТЕМ

Чеченов А.А., Калов З.А., Куршаева Ф.М., Азмурзаев А.И.\*

*Правительство Кабардино-Балкарской Республики,*

*\*Кабардино-Балкарский государственный университет*

**В последние годы активно развивается институт негосударственного пенсионного обеспечения. Практика показывает, что финансовые приоритеты пенсионеров в значительной степени реализуются, если наряду с распределительной пенсионной системой развивается дополнительное пенсионное обеспечение, где взносы используются для инвестирования в финансовые активы.**

Мировой опыт показывает, что финансовые интересы лиц пенсионного возраста наилучшим образом обеспечиваются, если в комплексе пенсионного страхования наряду с распределительной развивается и накопительная система, в которой пенсионные взносы используются для инвестирования в финансовые активы. Общая сумма таких активов будет увеличиваться благодаря простоте, полученному на фондовом рынке.

Инвестиционная политика американских пенсионных фондов строится на принципах надежности, доходности и ликвидности, особое внимание уделяется диверсификации вложений как по типу ценных бумаг или кредитно-денежных инструментов, так и внутри каждого вида инвестиций. Структура инвестиций пенсионных фондов традиционно складывается из государственных ценных бумаг, акций и облигаций корпораций, долей паевых фондов и др. инструментов кредитного рынка. При профессиональном управлении активами инвестиционный доход накопительных пенсионных систем будет превышать доход по банковским вкладам.

Для развивающихся стран эталоном является чилийская модель пенсионной реформы, однако необходимо учитывать, что преобразование по времени совпало с бумом фондового рынка, который и обусловил высокий уровень рентабельности пенсионных фондов.

Опыт Мексики представляет большой интерес для России, тем более, что объемы накопительных пенсионных резервов вполне сопоставимы с отечественными. Вместе с тем, в отличие от нашей страны, пенсионные резервы полностью аккумулируются и инвестируются по накопительному принципу,

разрешенными являются только национальные государственные и корпоративные облигации и иностранная валюта.

Для успешной реализации накопительных схем необходима экономическая и политическая стабильность, наличие развитой финансовой инфраструктуры, широкий набор финансовых инструментов, а также жесткий контроль со стороны государства, пресекающий злоупотребления и гарантирующий выплаты в соответствии с условиями конкретных пенсионных планов, высокий и устойчивый уровень доверия населения к пенсионной накопительной системе. К сожалению, на современном этапе в нашей стране пока не созданы все необходимые условия для успешного перехода к накопительной пенсионной системе.

Отечественная государственная пенсионная модель в значительной степени базируется на распределительных схемах и выполняет в основном социальную функцию. По накопительному принципу построены негосударственные пенсионные системы. Их инвестиционная составляющая играет первоочередную роль в обеспечении самих пенсионных программ, в то же время пенсионные фонды служат мощным источником «длинных» денег для национальной экономики. С увеличением числа пенсионных накопительных систем, будет расти и их вклад в экономику страны.

Важнейшей задачей любого негосударственного фонда (НПФ) является сохранение и приумножение пенсионных резервов и от того, куда они вкладываются, зависит полученный результат. Анализ деятельности показывает, что НПФ предпочитают размещать свои пенсионные резервы и собственные средства в акции предприятий, векселя и

другие ценные бумаги. Следует отметить, что доля акций в структуре пенсионных вложений относительно высокая (около 60%).

В последние годы стал активно развиваться рынок облигаций. Рассмотрим его преимущества. Облигации обеспечивают высокую оперативность управления инвестиционным портфелем за счет возможности реализации бумаг на вторичном рынке; участие в финансировании первоклассных заемщиков; улучшение качества инвестиционного портфеля за счет эффективной диверсификации.

Проблемой развития рынка корпоративных облигаций является длительный срок подготовки проспекта эмиссии и его регистрации, что не позволяет гибко реагировать на конъюнктуру и предлагать интересную структуру облигаций и их высокую доходность потенциальным инвесторам в момент размещения выпуска. Усложняет процедуру и налог на операции с ценными бумагами, уплачиваемый эмитентом до регистрации проспекта независимо от результатов размещения. Размещение в корпоративные облигации осуществляется через управляющие компании, имеющие, как правило, свои предпочтения.

Следует отметить, что региональные НПФ большое внимание уделяют инвестированию в муниципальные облигации, которые дают большую доходность и обладают потенциалом для роста.

Для удержания средств пенсионных резервов в регионе возможен также выпуск облигаций местных предприятий. Они могут быть интересны в плане сохранения инвестиций, поскольку обеспечением являются реальные активы: оборудование, недвижимость, товары и т.д.

Анализ истории возникновения НПФ показывает, что крупнейшие из них создавались российскими корпорациями, поэтому большая доля накопленных пенсионных средств вкладывалась в ценные бумаги материнской компании.

В настоящее время реализуется новый подход к управлению пенсионными средствами, он предполагает соблюдение принципов, которые обеспечат устойчивость всей накопительной системы, в частности:

- вложение средств в рыночные инструменты с низким несистематическим риском;

- размещение активов в расчете на получение дивидендного, купонного дохода или дохода от прироста стоимости актива;

- инвестирование средств в финансовые инструменты с целью снижения риска потерь;

- максимизация прибыли в период роста рынка и минимизация потерь в случае падения рынка.

На структуру вложений НПФ влияет конъюнктура рынков и «длина» пенсионных денег, при этом преимуществом НПФ перед государственным Пенсионным фондом (ПФР) является инвестиционная гибкость. Политика агента Пенсионного фонда (Внешэкономбанка) по управлению пенсионными средствами является очень консервативной, наблюдается тенденция к снижению доходности. Вместе с тем, у НПФ и ПФР есть общий принцип – соблюдение надежности вложений, т.е. отбираются бумаги с высоким уровнем кредитного рейтинга.

Структура инвестиционного портфеля управляющей компании, должна удовлетворять следующим требованиям:

- максимальная доля одного или группы связанных эмитентов в инвестиционном портфеле не должна превышать 5 %, за исключением государственных ценных бумаг РФ;

- депозиты в кредитной организации и ценные бумаги, эмитированные ей, не должны в сумме превышать 10 % инвестиционного портфеля;

- максимальная доля в инвестиционном портфеле ценных бумаг, эмитированных аффилированными компаниями управляющей компании и специализированного депозитария, не должна превышать 5 %;

- максимальная доля в инвестиционном портфеле акций одного эмитента не должна превышать 10 % его капитализации;

- максимальная доля в инвестиционном портфеле облигаций одного эмитента не должна превышать 10 % совокупного объема находящихся в обращении облигаций данного эмитента, за исключением государственных ценных бумаг РФ;

- максимальная доля в совокупном инвестиционном портфеле ценных бумаг одного эмитента не должна превышать 30 % совокупного объема находящихся в обращении ценных бумаг данного эмитента, за исключением государственных ценных бумаг РФ.

Установление столь жестких ограничений существенно усложняет задачу формирования портфеля и эффективного управления активами. Следует отметить, что каждое ограничение сокращает количество степеней свободы портфельного менеджера.

Поскольку главной целью управления пенсионными резервами является сохранение капитала от инфляции и получение стабильного дохода при максимальной надежности вложений, то основным ориентиром для управляющего служит показатель инфляции.

Инвестиционная стратегия управления пенсионными резервами ориентирована на достижение стабильного дохода выше уровня инфляции за счет проведения активных операций с государственными, субфедеральными и корпоративными облигациями наиболее надежных эмитентов, а также высоколиквидными акциями крупных российских предприятий. Стратегия подразумевает работу по двум направлениям: с облигационной и с корпоративной частью фонда. Допускается проведение краткосрочных спекуляций с постоянным контролем рисков. В основу контроля положен принцип сохранения стоимости портфеля на уровне не ниже лимита потерь, определяемого на каждый отчетный период. При неблагоприятной конъюнктуре рынка акций средства переводятся в облигации.

Страховые резервы в НПФ создаются для обеспечения безусловного выполнения ими обязательств. Основные финансовые обязательства НПФ – сохранение и прирост пенсионных резервов, а также выплата негосударственных пенсий. У ряда пенсионных фондов существуют также обязательства по гарантированной величине прироста пенсионных резервов, которая может быть увязана с темпами инфляции, процентом доходности вкладов в Сбербанке РФ (по избранному виду вклада) и т. д.

Каждый фонд сталкивается с определенным набором рисков, возможные последствия которых необходимо компенсировать. Риски НПФ, обусловленные негативным действием финансово-экономических, демографических и других факторов, можно трактовать как вероятность невыполнения обязательств.

Условно риски НПФ классифицируются на две группы:

– риски неправильной оценки обязательств и, соответственно, неправильного формирования структуры и величины пенсионных резервов. К ним относятся финансово-экономические (колебания инфляции, изменение доходности на финансовых рынках) и демографические риски (резкое изменение числа участников пенсионного возраста и продолжительности их жизни). Наличие таких рисков приводит к ошибкам в задании актуарной доходности, в использовании таблиц продолжительности жизни при расчете обязательств и т. д.;

– риски управления инвестиционным портфелем фонда (инвестиционные риски). К этой группе относится падение курса ценных бумаг, неплатежеспособность эмитентов ценных бумаг с фиксированным сроком погашения, неплатежеспособность компаний по управлению активами, паевых инвестиционных фондов и банков, в которых размещена часть пенсионных средств, падение доходности ценных бумаг с фиксированной доходностью, неблагоприятное изменение курса иностранных валют, снижение цен на недвижимость, неудачные инвестиционные решения и др.

В результате фонд может не выполнить свои обязательства по гарантированной величине прироста пенсионных резервов за год или получить убытки от инвестиционной деятельности. Обязательства станут больше пенсионных резервов фонда, что приведет к его финансовой неустойчивости.

Для НПФ страховой резерв является частью пенсионного резерва, временно свободной от обязательств. Фактически, страховой резерв предназначен для покрытия возможного актуарного дефицита, возникающего при определении соотношения современной стоимости обязательств фонда и современной стоимости соответствующего инвестиционного портфеля без учета величины размещенного страхового резерва, и обеспечивает выполнение обязательств НПФ перед вкладчиками и участниками в менее удачные периоды.

Риски потерять активы в процентном выражении определяются следующим образом:

1 группа риска - безрисковые вложения – до 10%.

2 группа риска — вложения минимального риска – 10–25%.

3 группа риска - вложения повышенного риска – 25–50%.

4 группа риска - рискованные вложения - свыше 50%.

Для объектов инвестирования 2 и 3 групп (вложения минимального и вложения повышенного риска) коэффициент риска определяется как среднеарифметическая величина интервальных нормативов рисков для данной категории, максимальное значение норматива для 1 группы и минимальное значение норматива для 4 группы. Соответственно риски по направлениям примут следующие значения:

$$\begin{aligned} k_1 &= 0.1, & k_3 &= 0.375, \\ k_2 &= 0.175, & k_4 &= 0.5. \end{aligned}$$

Разумеется, такой способ задания коэффициента риска портфеля и определения необходимой величины страхового резерва на его покрытие не свободен от недостатков. Например, характер отнесения того или иного объекта инвестирования к определенной группе риска субъективен. Фонды отражают свой вариант ранжирования вложений по степени риска в Планах размещения пенсионных резервов. Мнения по ранжированию могут разделиться, могут быть поставлены под сомнение конкретные числовые значения риска инвестирования по направлениям, приведенные в Планах размещения. Тем не менее, этот способ приводит к достаточно убедительным практическим результатам, а его применение не нарушает общности используемого подхода.

Практика показывает, что при осторожной, консервативной инвестиционной политике достаточно диверсифицированный инвестиционный портфель имеет коэффициент риска 15-20%. Необходимый страховой резерв, рассчитанный с учетом такого риска, приближается к максимально допустимой величине.

При этом подходе размещение пенсионных резервов даже в так называемые безрисковые объекты все же имеет риск потери активов до 10%. Поэтому минимальный размер страхового резерва должен быть не менее 10% от суммы резерва покрытия пенсионных обязательств. Нижний предел размера страхового резерва «нейтрализует» риски потери пенсионных сумм на счетах вкладчиков при размещении всех пенсионных резервов в безрисковые объекты инвестирования

Максимальный размер страхового резерва - 25% от суммы пенсионных резервов. Это соответствует нижней границе лимитного норматива для 3 категории (вложения повышенного риска). Понятно, что для инвестиционного портфеля с коэффициентом риска более 0,25 создать страховой резерв, полностью покрывающий риск потери активов, не представляется возможным. Поскольку указанный норматив нарушать нельзя, то в этом случае целесообразно изменить структуру инвестиционного портфеля. Таким образом, задача формирования страхового резерва при определенных условиях связана с задачей управления структурой инвестиционного портфеля НПФ.

Этапы и конкретный алгоритм формирования страхового резерва представляют методический и технологический интерес. Данный процесс происходит, как правило, при распределении инвестиционного дохода, полученного за год. Доход распределяется на несколько частей, в том числе на пополнение имущества для обеспечения уставной деятельности, на пенсионные счета (что увеличивает обязательства фонда) и в страховой резерв. Необходимую величину страхового резерва определяют риск инвестиционного портфеля и обязательства фонда.

Принцип формирования страхового резерва во многом обуславливает клиентская политика НПФ. Она может быть направлена на реализацию гарантированных обязательств по величине прироста пенсионных резервов или на компенсацию инфляции путем соответствующего прироста сумм, накопленных на пенсионных счетах. Могут быть взяты обязательства по начислению инвестиционного дохода с заданной доходностью, например не ниже уровня вкладов в Сбербанке РФ и т. д. При всех этих вариантах клиентской политики формирование страхового резерва производится по остаточному принципу после начислений соответствующего дохода на пенсионные счета. Отчисления в страховой резерв в таком случае ничем не обоснованы и могут быть как больше, так и меньше необходимой величины. Иногда на эти цели даже расходуется уже сформированный страховой резерв, что снижает финансовую устойчивость фонда. Следует отметить, что величина страхового резерва не может опускаться ниже нормативного предела. Часть дохода, предназна-

ченная для начисления на пенсионные счета, может определяться по остаточному принципу, а размер страхового резерва устанавливаться, исходя из других критериев (например, для компенсации рисков). Разумеется, в реальности используют сочетание указанных принципов.

Принятие гарантированных обязательств по доходности сумм на пенсионных счетах не ниже ставки Сбербанка по одному из срочных вкладов было довольно распространено в первые годы развития НПФ в нашей стране. Сейчас наличие гарантированных обязательств по доходности встречается все реже. Однако следует учесть, что фонд должен стремиться (хотя формально и не обязан) к тому, чтобы доходность начисления на пенсионные счета была не ниже уровня инфляции. В этом случае в течение длительного периода сохраняется покупательная способность накоплений и пенсий.

Дальнейшие действия сводятся к распределению между пенсионными счетами и страховым резервом остатка инвестиционного дохода. Затем производится вычисление необходимого страхового резерва. Обязательства фонда для использования в расчете страхового резерва должны включать в себя и рассчитанную величину гарантированных обязательств фонда по начислению инвестиционного дохода за последний год.

Рассмотрим два возможных случая соотношения фактического и необходимого страхового резерва:

- фактический страховой резерв меньше необходимой величины, в этом случае производятся обязательные отчисления в страховой резерв до требуемого уровня в пределах остатка инвестиционного дохода;

- фактический страховой резерв больше необходимой величины, в этом случае величина превышения и остаток могут распределяться по пенсионным счетам НПФ и в страховой резерв.

Мерой успеха инвестиционной стратегии НПФ является выполнение обязательств перед вкладчиками и участниками. При управлении инвестиционным портфелем НПФ инвестор не может свободно задавать риск портфеля, последний зависит от величины резерва покрытия обязательств фонда и от величины страхового резерва. Доходность портфеля должна быть достаточной для выполнения обязательств. К каждому моменту выплаты пенсии необходимо иметь нужное количество средств в ликвидной форме. Все это следует учесть в инвестиционной стратегии.

В течение года сформированный страховой резерв практически не меняется, а обязательства и инвестиционный портфель меняются часто (поступают взносы, проводятся выплаты пенсий, производятся покупки и продажи активов).

НПФ, как правило, имеет консервативную стратегию управления активами. Однако он может придерживаться инвестиционной тактики, заключающейся в периодическом изменении риска портфеля в зависимости от ситуации на рынке. Так, при растущем рынке акций фонд может увеличить долю акций в портфеле, что повысит суммарный риск портфеля. Где предел допустимого риска в этом случае, каким критерием руководствоваться фонду?

НПФ может позволить себе инвестировать средства в активы с большей доходностью, рискуя потерять определенную сумму, которую компенсирует страховой резерв, вложенный в консервативные направления.

Проблема обеспечения надежности и финансовой устойчивости НПФ чрезвычайно важна и актуальна. Рассмотренные подходы к формированию страхового резерва и управлению структурой инвестиционного портфеля НПФ в определенной степени помогут в решении этой важнейшей проблемы.

**About investment activity of not state pension systems**  
*Chechenov A.A., Kalov Z.A., Kurshaeva F.M., Atmurzaev A.I.*

The institute of not state provision of pensions actively develops in last years. Practice shows, that financial priorities of pensioners are substantially realized, if alongside with distributive pension system the additional provision of pensions where payments are used for investment in financial actives develops.