

Пенсионная система

УДК 368.914

ОПРЕДЕЛЕНИЕ НАДЗОРНЫМИ ОРГАНАМИ ФИНАНСОВОЙ УСТОЙЧИВОСТИ НЕГОСУДАРСТВЕННЫХ ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ, ОСНОВАННОЕ НА ОЦЕНКЕ РИСКОВ

*А. Е. ЖУКОВ,
аспирант кафедры
управления рисками и страхования
E-mail: alexander. e. zhukov@gmail. com
Национальный исследовательский университет
«Высшая школа экономики»*

В статье отмечается, что изменение демографической ситуации во многих странах мира привело к развитию накопительной пенсионной системы и негосударственных пенсионных фондов (НПФ). Вопросы финансовой устойчивости НПФ имеют особое значение для регулирующих органов, так как фонды определяют доход своих клиентов в пожилом возрасте. Проводится анализ и сопоставление методов определения финансовой устойчивости надзорными органами в четырех странах. Показано, как используемые методы влияют на политику НПФ.

Ключевые слова: негосударственный пенсионный фонд, финансовая устойчивость, риск, регулирование.

За последние десятилетия негосударственное пенсионное обеспечение стало играть значительную роль в системе социального страхования населения. Величина активов негосударственных пенсионных фондов в некоторых странах достигла или превысила размер ВВП, а существенная часть населения стала участниками этих организаций. Данные причины привели к росту внимания надзорных органов к деятельности НПФ.

Вначале регулирование пенсионных организаций опиралось на ограничение вложений средств в

определенные активы. Основной целью надзорных органов в данном случае являлось уменьшение риска снижения стоимости инвестиционного портфеля в краткосрочном периоде. Вопросы наилучшего соотношения риска и доходности были не столь важны. С течением времени регулирующие органы стали перенимать методы регулирования, основанные на оценке рисков, из сферы банковского и страхового надзора. Данные методы:

- дают возможность наилучшим образом распределять ресурсы регулирующего органа;
- позволяют пенсионным организациями увеличить эффективность инвестиционного процесса.

Основанный на риске надзор (ОРН) направлен на то, чтобы регулирующие органы уделяли внимание тем проблемам, которые сильнее влияют на финансовую устойчивость организаций. В настоящее время методы надзора, основанные на оценке риска, считаются необходимым атрибутом хорошего регулирования.

Заслуживают внимания особенности ОРН в Австралии, Дании, Голландии и Мексике. Эти страны одними из первых стали использовать регулирование, опирающееся на оценку рисков, для надзора за деятельностью негосударственных пенсионных фондов. Кроме того, в четырех стра-

нах преобладают разные типы негосударственных пенсионных систем, что позволяет сравнить методы ОРН в отличных ситуациях. Также целесообразно рассмотреть компоненты ОРН, включая стандарты платежеспособности и скоринговые системы.

В связи с тем, что основанное на риске регулирование было введено относительно недавно, то можно дать только предварительную оценку достигнутым результатам нового метода регулирования. Она показывает, что ОРН имеет потенциал для улучшения качества управления рисками в негосударственных пенсионных фондах.

Проведем краткий обзор пенсионных систем четырех стран и факторов, которые стимулировали введение ОРН. Далее рассмотрим основные элементы ОРН пенсионных фондов и дадим предварительную оценку влияния нового подхода регулирования на пенсионный сектор каждой страны.

Причины введения регулирования, основанного на оценке рисков. Все рассматриваемые страны имеют обязательное или почти обязательное негосударственное пенсионное обеспечение (НПО)¹.

Почти обязательное НПО подразумевает, что пенсионные взносы осуществляются в рамках коллективных трудовых договоров между работниками и работодателями. Так как большинство работающего населения подпадает под действие этих документов, то НПО можно назвать «почти обязательным». В каждой стране кроме Мексики активы негосударственных пенсионных фондов превышают размер ВВП. В Мексике небольшой размер активов по отношению к ВВП объясняется тем, что негосударственная пенсионная система в современном виде начала функционировать только в 1998 г.

Голландские пенсионные фонды управляют в основном пенсионными планами с фиксированными выплатами (defined benefit, DB). Датская система предполагает пенсионные планы с фиксированными взносами (defined contribution, DC) и с определенными гарантиями по выплатам. То есть НПО имеет некоторые черты DB пенсионной системы. Австралийские пенсионные фонды управляют DC пенсионными планами без гарантий по выплатам. В Мексике НПФ управляют DC пенсионными планами в рамках новой системы регулирования, которая включает ограничение на риск падения стоимости активов.

¹В статье рассматриваются только НПФ, хотя в некоторых странах есть и другие организации, предоставляющие НПО (страховые компании, банки).

Можно выделить несколько причин введения регулирования деятельности пенсионных фондов, основанного на оценке рисков.

В Голландии наибольшее влияние оказали неблагоприятные события на фондовых рынках в начале 2000-х гг.:

- снижение процентных ставок;
- падение цен на акции.

Вследствие этого стоимость активов некоторых голландских фондов стала меньше величины обязательств, т. е. платежеспособность НПФ оказалась под угрозой. По этой причине надзорный орган заменил прежний подход к регулированию, дающий неточную оценку рисков, на ОРН. Главной целью последнего в Голландии является предупреждение ситуаций, при которых стоимость активов фонда может оказаться меньше величины обязательств по DB пенсионным планам.

В Дании и Мексике причиной введения ОРН было предоставление фондам возможности осуществлять больше инвестиций в рискованные инструменты. Например, пенсионные фонды могли приобретать производные финансовые инструменты или увеличить долю акций в инвестиционном портфеле до 70%. В таких условиях основанный на оценке риска надзор должен был обеспечить лучший контроль платежеспособности пенсионного фонда. Следует отметить, что мексиканская система НПО является DC системой, в которой инвестиционный риск перенесен на клиента фонда, а риск неплатежеспособности НПФ мал. Основной целью введения ОРН в Мексике было снижение потерь участников от возможной неблагоприятной ситуации на фондовом рынке.

Во всех четырех странах регулирующие органы стремились установить такие правила, которые позволили бы пенсионным фондам выиграть от возможности вкладывать средства в более сложные финансовые инструменты. Это отражает идею о том, что эффективнее требовать от финансовых институтов качественной практики управления рисками, чем контролировать все их операции.

В Голландии, Дании и Австралии введение ОРН было также связано с необходимостью эффективно распределить ограниченные ресурсы регулирующего органа. Надзор, основанный на соответствии определенным параметрам, требует больших затрат. Ориентированный на риск подход позволяет регулирующему органу сосредоточить свое внимание на организациях, подверженных большим рискам

и/или с более слабой способностью управления рисками.

Основанный на оценке риска пенсионный надзор. Регулирование пенсионных фондов, основанное на оценке риска, требует, чтобы организации имели внутренние документы, определяющие управление рисками и способствующие поддержанию платежеспособности фонда в краткосрочном и долгосрочном периоде.

В Голландии, Дании и Австралии пенсионные фонды должны иметь план по управлению рисками или опубликовать основные принципы управления рисками. При этом от организаций не требуется строго регламентировать взаимодействие своих подразделений для контроля рисков. Это позволяет использовать разные подходы к пенсионным фондам разной величины.

По сравнению с упомянутыми странами мексиканские НПФ должны иметь строго определенную структуру управления рисками. В документах мексиканского надзорного органа подробно описаны элементы этой структуры. Например, в НПФ должен быть независимый отдел по управлению рисками, внутри которого есть комитеты по финансовым и операционным рискам. Руководитель данного подразделения подчиняется исполнительному директору и доводит информацию о рисках до надзорного органа.

Голландский надзорный орган (De Nederlandsche Bank, DNB) для ОПН использует метод FIRM (Financial institution risk analysis method). Он состоит из скоринговой модели оценки риска и правила финансовой устойчивости (последнее опирается на соотношение активов и обязательств организации). Первый элемент предполагает сбор данных о:

- пенсионном фонде;
- его подразделениях;
- методах управления;
- финансовых потоках.

Полученная информация используется для оценки каждого из девяти рисков, которые указаны в FIRM. В зависимости от величины риску присваивается балл от 1 до 4. Каждый балл совмещает в своей оценке вероятность наступления неблагоприятных событий и значительность их влияния на финансовую устойчивость фонда. Данный подход основывается на предположении, что эти две величины взаимозависимы. В скоринговой модели DNB также учитывает:

– каким образом осуществляется управление отдельным риском;

- какие факторы снижают риск;
- как контролируется риск в рамках организации.

Каждый элемент управления и контроля также оценивается по шкале от 1 до 4. Общий риск НПФ является суммой баллов за риски, уменьшенной на сумму баллов за управление. При получении итоговой оценки используется математический алгоритм, который принимает во внимание важность факторов и придает больший вес высоким рискам и слабому контролю. Надзорный орган сопоставляет полученные фондом баллы со своим мнением об организации. Если оценки не совпадают с мнением регулятора, то последний может изменить их так, как он считает необходимым.

Правило финансовой устойчивости в рамках FIRM состоит из определения краткосрочной и долгосрочной платежеспособности.

Первая предполагает расчет отношения активов фонда к обязательствам и оценку резервов, необходимых для нормального функционирования НПФ. При определении величины обязательств пенсионные фонды должны учитывать прогнозы изменения продолжительности жизни. Это требование, как правило, приводит к увеличению обязательств, рассчитанных с использованием текущей таблицы смертности, на 5–8%. Также в расчетах необходимо использовать ставку дисконтирования, основанную на кривой процентных ставок в евро. Она значительно выше доходности по государственным облигациям с эквивалентной дюрацией.

Согласно голландскому пенсионному акту величина минимального резерва НПФ в любой момент времени должна составлять 4–5% от расчетных обязательств. То есть отношение активов к обязательствам равно примерно 1,05. Также фонд должен создавать дополнительные резервы, чья величина зависит от рисков, с которыми сталкивается фонд. Для оценки резервов используется Value-at-risk (VaR) с доверительным уровнем 97,5% и временным горизонтом один год. Другими словами, дополнительных средств должно быть достаточно для того, чтобы с вероятностью 97,5% стоимость активов не стала ниже величины обязательств в течение года.

Резервы НПФ можно определить по одному из трех методов:

- стандартному;
- упрощенному;
- разработанному самим фондом.

Стандартный метод предполагает оценку резерва на основе сценарного анализа. Сценарий определяется надзорным органом и предполагает изменение фактора, влияющего на величину отдельного риска. Рассматриваются шесть рисков:

- процентный;
- изменения цен на акции и недвижимость;
- товарный;
- валютный;
- кредитный;
- риск долголетия.

По каждому из них определяется необходимый резерв. Резерва по каждому риску должно быть достаточно, чтобы с вероятностью 97,5% в течение года активы были не меньше обязательств. Все риски являются независимыми, кроме процентного и риска изменения стоимости акций и недвижимости. Общая величина резерва S определяется по следующей формуле:

$$S = \sqrt{\sum_{i=1}^6 S_i^2 + 2 \cdot 0,5 \cdot S_1 S_2},$$

где S_i – резерв по отдельному риску;
 S_1 – резерв по процентному риску;
 S_2 – резерв по риску изменения цены акций и недвижимости.

Сумма резерва и обязательств НПФ показывает капитал, который необходим фонду для соблюдения платежеспособности. Для типичного голландского фонда данная величина может составлять до 130% обязательств.

Упрощенный метод используют фонды с простой структурой рисков и несложными операциями. Этот подход требует, чтобы отношение активов к обязательствам было не менее 130%.

Третий метод предполагает использование модели, разработанной самим фондом. Считается, что она позволяет наиболее точно определить необходимые резервы для покрытия рисков. В отличие от стандартного метода модель НПФ может учитывать наличие процедур управления рисками. Собственная модель фонда должна также удовлетворять определенным требованиям DNB. Несмотря на то, что использование данного метода позволяет снизить величину необходимых резервов, он подвергается критике из-за больших издержек организации на его проведение.

Негосударственный пенсионный фонд в Голландии должен каждые три года производить анализ финансовой устойчивости в долгосрочном периоде

для выявления возможных проблем с платежеспособностью в будущем. Он должен отражать положение фонда при разных ситуациях на финансовых рынках и влияние ключевых рисков (таких, как риск долголетия) в течение 15 лет.

Анализ затрагивает:

- изменение взносов вкладчиков;
- индексацию;
- колебания процентных ставок и инвестиционной доходности;
- инфляцию;
- изменение половозрастной структуры клиентов фонда и т. п.

Анализ долгосрочной платежеспособности опирается на стохастическую модель и его результатом является распределение возможных исходов.

Ориентированный на риск надзор в Дании похож на голландский. Однако датский надзорный орган (Finanstilsynet) разработал только некоторые элементы скоринговой модели риска с тремя уровнями оценки, отражающие организацию и процедуры по управлению рисками. Правило финансовой устойчивости также проще, чем в Голландии. Оно требует формирования резерва, равного сумме 4% от величины обязательств и 0,3% стоимости рискованных инструментов в инвестиционном портфеле. Оценка обязательств производится два раза в год с использованием ставки дисконтирования, основанной на кривой процентных ставок в евро. Одним из важных предположений при расчете обязательств является предположение о смертности. Finanstilsynet не требует использования определенной таблицы смертности. Каждая организация должна при расчете обязательств использовать свои лучшие оценки будущей смертности и продолжительности жизни.

Скоринговую модель и необходимый резерв дополняет стресс-тест на финансовую устойчивость (traffic light system). Он позволяет оценить платежеспособность фонда при изменении процентных ставок и цен на активы в инвестиционном портфеле. Датский надзорный орган при проведении стресс-теста использует два набора параметров для каждого фактора риска. Таким образом, проводится средний и сильный тест. Если НПФ оказывается неплатежеспособным при среднем тесте, то его относят в красную зону. Такие фонды не могут выдержать умеренный неблагоприятный сдвиг в стоимости активов. НПФ, теряющие финансовую устойчивость при сильном тесте, попадают в жел-

тую зону. Например, снижение стоимости акций на 12% относится к красной зоне, на 30% – к желтой зоне. Для недвижимости величина падения равна 8 и 12% соответственно. Факторы также учитывают изменение дюрации инструментов с фиксированным доходом, кредитный риск и т.п. Стресс-тест включает оценку обязательств при росте продолжительности жизни на 5%. Фонды, которые остаются платежеспособными после сильного теста, относят в зеленую зону.

Надзорный орган *Finanstilsynet* совмещает результаты скоринговой модели с результатами стресс-теста и принимает решения об интенсивности и масштабе вмешательства в работу НПФ. Организация, которая попадает в желтую зону, нуждается в более пристальном надзоре. Главная цель такого надзора заключается в повышении осознания риска персоналом НПФ. Когда фонд оказывается в красной зоне, то надзорный орган может рекомендовать в течение ограниченного периода времени провести меры по улучшению финансового положения. Красная зона необязательно предполагает введение в пенсионном институте кризисного управления. Обычно надзорный орган требует ежемесячных отчетов и подтверждения того, что риски фонда не увеличиваются. *Finanstilsynet* также определяет максимальный период восстановления финансовой устойчивости в зависимости от величины дефицита и ожидаемого состояния финансового рынка.

Австралийский надзорный орган (*Australian Prudential Regulation Authority, APRA*) не ввел правила финансовой устойчивости и не требует формирования резервов для НПФ, имеющих DC пенсионные планы. Оценка риска фонда и управления рисками производится при помощи скоринговой модели, которая описана в разработанной APRA методике (*Probability and Impact Rating System, PAIRS*). Эта модель учитывает вероятность несостоятельности организации и влияние такой несостоятельности на рынок. Надзорный определяет влияние каждого из восьми рисков и каждого из восьми факторов, снижающих риск: по шкале от 0 до 4. Полученные оценки используются для вычисления итогового показателя риска, принимающего значения от 0,25 до 4. Последний конвертируется в рейтинг риска PAIRS при помощи функции со степенью четыре (т.е. при итоговом показателе риска 2 рейтинг риска будет равен 16). Функция такого вида позволяет уделять больше внимания пенсионным фондам с большим риском.

После определения рейтинга риска APRA вычисляет индекс влияния организации на рынок. Данный показатель зависит от количества клиентов НПФ и от размера его активов и обязательств. Рейтинг риска и индекс влияния используются для определения действий надзорного органа в отношении пенсионной организации. Такое определение регламентируется методикой *Supervisory Oversight and Response System (SOARS)*. Эта методика предполагает различный подход к оценке фондов разных размеров:

- большие фонды подвергаются детальной оценке;
- маленькие фонды – более поверхностной оценке.

Для негосударственных пенсионных фондов в Мексике также отсутствует правило финансовой устойчивости. Внутри DC системы значимой характеристикой является изменчивость величины средств на счетах участников, а не соответствие активов и обязательств, что предполагает упомянутое правило. Мексиканский надзорный орган (*CONSAR*) ввел показатель максимального изменения стоимости портфеля, ограничивающий снижение стоимости накоплений участников фонда. Границы, в которых в Мексике хотят удержать пенсионные фонды, играют ту же роль, что и количественные показатели платежеспособности – помогают удостовериться в адекватности активов (инструментов, куда вложены деньги) и удержать их величину в предписанных границах.

В Мексике негосударственные пенсионные фонды могут иметь пять типов инвестиционных портфелей. Для каждого портфеля рассчитывается VaR по данным о ценах активов за 1 000 дней с доверительным уровнем 95%. Цена каждого актива является функцией от факторов риска, влияющих на нее. В зависимости от портфеля дневные потери должны составлять не более 0,7–2,1% его стоимости. Если какой-либо из фондов выходит из допустимых границ, то надзорный орган может вмешаться и направить определенные инструкции по реформированию портфеля для возвращения фонда в границы требуемого интервала.

Также CONSAR использует и другие индикаторы риска, сигнализирующие о необходимости вмешательства. Например, для выявления возможной несостоятельности исторического VaR анализируется разница между ним и параметрическим VaR, рассчитанным по методу Монте-Карло. Также оп-

ределяется, какое количество сценариев приводит к нарушению ограничения регулятора, используются стресс-тесты, которые снижают недооценку персоналом рыночных рисков в периоды стабильности и низкой волатильности.

Вместе с введением стандартов VaR мексиканский надзорный орган разработал элементы скоринговой модели для оценки операционных и финансовых рисков. Текущая методика включает три уровня риска:

- низкий;
- средний;
- высокий.

Так как мексиканская система работает по DC схеме, то главные выявляемые недостатки относятся к внутреннему контролю рисков.

Результаты введения регулирования, основанного на оценке риска. В данном разделе показаны некоторые результаты введения ориентированного на риск надзора. Важно отметить, что их следует рассматривать как предварительные, так как новая система регулирования введена недавно и создана для контроля пенсионных систем, взаимодействующих с клиентами в течение длительного периода времени.

Новая голландская система регулирования направлена на обеспечение платежеспособности DB пенсионных планов. Хотя скоринговая система FIRM и правило платежеспособности были введены недавно, их некоторые идеи и методы содержали предыдущие системы надзора. Подходы, основанные на оценке риска, могут привести к значительным издержкам. Новые правила способны стимулировать фонды к:

- изменению стратегического распределения активов;
- увеличению размера взносов;
- уменьшению выплат.

Также они могут подталкивать работодателей к приостановлению финансирования DB планов и переходу на менее обременительные DC планы.

Возросшие риски вкладчиков пенсионных планов в США и Великобритании при введении аналогичных правил регулирования привели к массовому переходу на DC схемы и небольшому сокращению работников, охватываемых системой НПО. Однако ни один из этих эффектов не проявился в Голландии. Общий уровень участия работников остался на уровне более 90% и является одним из самых высоких в мире. Большинство существующих DB планов не изменилось, а количество участников DC планов выросло с 2,3 до 4,6% в 2004–2011 гг.

Гибкость системы DB, на которую мало повлияло изменение подхода надзорных органов, должна рассматриваться с учетом особенностей системы НПО. Эта система основана на коллективных договорах между работниками и работодателями и поэтому защищена от изменений в течение короткого промежутка времени. Единственным наблюдаемым эффектом является уменьшение количества НПФ с более чем 1 000 в конце 1990-х гг. до 454 в 2011 г. Это может быть следствием больших затрат на соответствие новой системе, которые делают небольшие пенсионные фонды менее жизнеспособными.

Интересно влияние новой надзорной системы на инвестиционные портфели фондов. Ожидалось, что высокие издержки несоответствия активов и обязательств приведут к двум эффектам:

- 1) пенсионные фонды должны были заменить акции в своих портфелях на инструменты с фиксированной доходностью;
- 2) дюрация портфеля таких инструментов должна была увеличиваться.

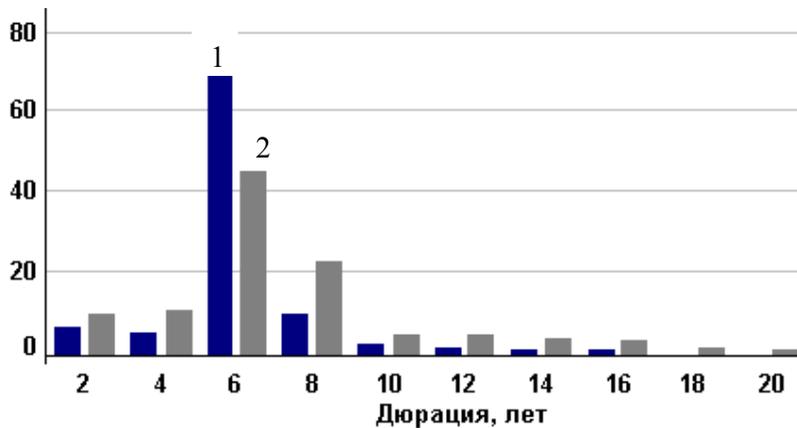
Как показывает анализ данных табл. 1 и рисунка, первый эффект не наблюдается, второй – имеет место.

Ориентированный на риск надзор появился в Дании незадолго до падения процентных ставок и цен на акции в 2001–2002 гг. Сразу после введения новых ориентированных на риск правил пенсионные институты понесли значительные потери: цены на акции упали, в то время как современная

Таблица 1

Распределение активов голландских пенсионных фондов в 2001–2010 гг., %

| Активы | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Недвижимость и земля | 11 | 11 | 10 | 10 | 10 | 11 | 10 | 11 | 10 | 10 |
| Акции и другие инструменты с изменяющейся доходностью | 43 | 36 | 40 | 41 | 42 | 43 | 41 | 31 | 36 | 36 |
| Облигации и другие инструменты с фиксированным доходом | 36 | 43 | 39 | 41 | 41 | 40 | 43 | 52 | 49 | 45 |
| Прочие инвестиции | 10 | 10 | 11 | 8 | 7 | 6 | 6 | 6 | 5 | 9 |



Дюрация инструментов с фиксированной доходностью в портфеле НПФ, %:
1 – среднее за 1999–2004 гг.; 2 – на конец 2005 г.

стоимость технических обязательств выросла. Поэтому сложно отделить последствия введения новой надзорной системы от воздействия внешних факторов.

Как показывает анализ данных табл. 2, финансовый кризис и введение нового стресс-тестирования привели к сокращению доли акций в инвестиционном портфеле НПФ в связи с отрицательной доходностью по ним в 2001–2002 гг. Также пенсионные институты стали уменьшать разрыв в дюрации между активами и обязательствами за счет покупки иностранных облигаций, имеющих длительные сроки до погашения. Пенсионные институты также начали проводить хеджирующие операции в основном благодаря использованию долгосрочных процентных свопов на ликвидном еврырынке.

Также в Дании изменился подход к определению ставки доходности, которая используется фондами для ежегодного увеличения накоплений участников. Ставка является важным параметром в

конкурентной борьбе между организациями. Ранее большинство пенсионных институтов устанавливали ее на год вперед. После 2002 г. многие ввели переменную ставку, зависящую от результатов инвестирования в течение года.

Введение в Дании ориентированного на риск надзора привело к сокращению несоответствия между активами и обязательствами благодаря изменению портфеля активов и использованию производных. Следствием этого является сокращение ожидаемой ставки доходности и отсутствие предложения, гарантирующего доходность. Следует отметить, что новые клиенты пенсионных институтов готовы принять больший риск в обмен на большую доходность. Это подтверждается ростом спроса на инвестиционные продукты (в частности unit-linked), где гарантированная доходность отсутствует или мала. Таким образом, датская система, по мнению автора, будет стремиться к более традиционной DC системе с меньшими гарантиями.

Имеющаяся информация показывает, что новые ориентированные на риск правила приводят к стремлению организаций формировать консервативные портфели и уменьшать гарантии. При этом молодые участники системы НПО предпочитают контракты, которые содержат большую доходность и большую волатильность. Эти данные нуждаются в дальнейшем исследовании, так как они смогут помочь оценить влияние ориентированного на риск надзора на портфельные стратегии.

В Австралии ориентированный на риск надзор изменился с введением PAIRS/SOARS и всеобъемлющих правил лицензирования пенсионных фондов. PAIRS/SOARS должны были улучшить надзорную деятельность APRA и не оказать прямого воздействия на пенсионный сектор. APRA оценивает своевременность и эффективность своего вмешательства, наблюдая за движением институтов между разными надзорными состояниями.

В течение трех лет после введения модели большинство фондов со статусом «принудительное регулирование» либо исправили свое состояние, либо ушли из сектора.

Таким образом, новая система регулирования привела к ликвидации некоторых фондов и улуч-

Таблица 2

Изменение в распределении активов НПФ и страховых компаний, %

| Год | Облигации датских компаний | Иностран-ные обли-гации | Акции датских компаний | Иност-ранные акции |
|------|----------------------------|-------------------------|------------------------|--------------------|
| 1998 | 54,4 | 1,3 | 13,4 | 12,3 |
| 1999 | 46,6 | 2,1 | 12,6 | 18,3 |
| 2000 | 44,7 | 4,8 | 11,3 | 18,5 |
| 2001 | 45,1 | 10,7 | 8,6 | 12,5 |
| 2002 | 53,0 | 13,6 | 4,6 | 6,9 |
| 2003 | 51,3 | 12,4 | 4,4 | 8,0 |
| 2004 | 43,2 | 14,6 | 4,6 | 8,3 |

шению состояния наиболее слабых организаций. Новые правила лицензирования стимулировали объединение фондов. Для получения лицензии организация должна:

- удовлетворять минимальным стандартам управления рисками;

- иметь необходимые для этого возможности.

Поэтому многие фонды покинули пенсионный сектор. Среди этих организаций были НПФ с проблемными инвестициями, в том числе сильно недиверсифицированными (иногда с преобладанием неликвидных активов). Однако в целом изменения инвестиционных стратегий и портфелей после введения ориентированного на риск надзора не произошло.

Увеличение эффективности и большое внимание к существенным потерям стимулировали введение ориентированного на риск надзора в Мексике. Ослабление портфельных ограничений (включая разрешение использовать производные) и более строгие требования по управлению рисками должны были обеспечить фондам лучшие результаты своей деятельности. Также подверженность участников риску снижения стоимости накоплений сдерживалась ограничением на VaR.

Управляющие пенсионных фондов воспользовались новыми правилами надзора и стали создавать менее консервативные портфели, инвестируя в мексиканские и иностранные акции и инструменты с фиксированным доходом. Как показывает анализ данных табл. 3, доля государственных облигаций сократилась с 93 до 59%.

Введение нового регулирования должно было по замыслу разработчиков привести к улучшению соотношения между риском и доходностью. Однако значимых изменений на данный момент не наблюдается. Это можно частично объяснить тем, что пенсионные фонды в основном продолжают инвестировать в безрисковые бумаги. Также порт-

фели остаются слабо диверсифицированными и с VaR ниже предельного значения.

Применение VaR для пенсионных фондов остается спорным. Существуют аргументы против использования краткосрочных мер риска для институциональных инвесторов, имеющих длительный период функционирования. Хотя мексиканский подход является новым и достаточно привлекательным, оценить его эффективность можно будет только после определенного периода использования.

Заключение. Обзор четырех негосударственных пенсионных систем с регулированием, ориентированным на оценку риска, иллюстрирует применение этих методов для разных пенсионных систем. Основанное на риске регулирование в таких странах, как Голландия и Дания, было в основном заимствовано из банковской и страховой сферы, так как методы измерения и соответствия активов и обязательств похожи. Надзор за ДС пенсионными планами требует изменения подхода. Например, в Мексике стали использовать концепцию VaR для ограничения потерь клиентов НПФ. Следует отметить, что использование VaR является противоречивым, так как используется мера риска для краткосрочного периода, а пенсии имеют длительный горизонт выплат. В данном случае необходимо искать компромисс между краткосрочной «безопасностью» средств клиента и оптимизацией долгосрочной доходности.

Введение ОРН повлияло на сектор негосударственных пенсионных фондов, но делать окончательные выводы пока рано. Основанный на риске надзор не привел к уменьшению числа работников, охватываемых негосударственной пенсионной системой. Также улучшилось соотношение активов фонда к обязательствам в Голландии и Дании. Хотя это скорее всего все равно случилось бы из-за восстановления финансовых рынков, которое совпало с введением ОРН.

Таблица 3

Структура портфеля со средним риском в Мексике в 2001–2010 гг., %

| Активы | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2008 | 2009 | 2010 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Государственные облигации | 90 | 86 | 85 | 85 | 86 | 76 | 68 | 67 | 59 |
| Корпоративные облигации | 8 | 12 | 11 | 10 | 8 | 7 | 16 | 15 | 18 |
| Национальные акции | – | – | – | – | 0 | 2 | 6 | 9 | 9 |
| Иностранные активы | – | – | – | – | 2 | 10 | 10 | 8 | 12 |
| Иностранные активы с фиксированной доходностью | – | – | – | – | 1 | 4 | 5 | 4 | 3 |
| Иностранные активы – акции | – | – | – | – | 1 | 6 | 5 | 4 | 9 |
| Прочие вложения | 2 | 2 | 4 | 5 | 4 | 5 | 0 | 1 | 2 |

Инвестиционные портфели НПФ в Голландии и Дании стали более консервативными, также их дюрация приблизилась к дюрации обязательств. В обеих странах пенсионные фонды начали стремиться к большей гибкости, чтобы снизить требования регулирующего органа по платежеспособности. Кроме того, в Дании негосударственные пенсионные фонды стали предлагать пенсионные продукты с небольшой гарантированной доходностью. Это объясняется тем, что клиенты предпочитают возможность получить большую доходность по инвестициям с большим риском, чем небольшую гарантированную доходность. Данный факт можно интерпретировать как переход Дании от системы, похожей на DB, к DC пенсионной системе.

Существует мнение, что использование производных финансовых инструментов увеличит возможности НПФ в Голландии и Дании хеджировать риски, не жертвуя при этом доходностью. Однако пока отсутствует достаточная информация, чтобы делать такие выводы. Как и выводы о том, что ОРН приведет к уменьшению доходности пенсионных фондов и переходу к DC системе.

В Австралии введение риск-скоринговой модели вместе с усилением требований лицензирования усилило движение от DB планов к DC и привело к консолидации в отрасли (небольшие фонды были поглощены крупными). Вероятно, это произошло из-за разных факторов, среди которых трудно выделить ОРН.

В Мексике первые наблюдения говорят об увеличении диверсификации инвестиционных портфелей, что связано с ослаблением регулирования с введением ОРН.

Датская и голландская системы негосударственного пенсионного обеспечения мало полагаются на конвергенцию стоимости акций к их среднему значению в долгосрочном периоде, используя фиксированные параметры в своем стресс-тестировании. Поэтому возможно, что формируемые по текущим правилам резервы платежеспособности излишни. Од-

нако это отчасти компенсируется тем, что в Голландии период формирования необходимых резервов может достигать 15 лет. В Дании же использование стресс-тестирования добавляет методам ОРН гибкости. Возможно, эти две страны достигли правильного баланса в основанном на риске надзоре между обеспечением финансовой устойчивости и гибкостью системы.

При рассмотрении полезности ориентированного на риск надзора существуют несколько вопросов. Наиболее фундаментальным является применимость стандартов риска к пенсионным фондам. Пока нет эмпирических оснований для использования 1 %-ного дневного VaR в Мексике или 97,5 %-ного доверительного интервала в Голландии для контроля инвестиций НПФ, период которых составляет десятилетия.

Кроме того, основанные на «среднестатистическом» участнике фонда стандарты ОРН могут быть слабо связаны с разнообразными требованиями клиентов с разными временными горизонтами или риск-аппетитами.

Список литературы

1. OECD Reviews of Regulatory Reform. Risk and Regulatory Policy: Improving the Governance of Risk. OECD Publishing. 2010.
2. Risk-based supervision of pensions: emerging practices and challenges / ed. Rocha R., Brunner G., Hinz R. The International Bank for Reconstruction and Development. 2008.
3. *Thompson G.* Risk-based supervision of pension funds in Australia. Policy research working paper 4539. The World Bank. 2008.
4. OECD/ IOPS good practices for pension funds' risk management systems. 2011.
5. Australian Prudential Regulation Authority. URL: <http://www.apra.gov.au>.
6. De Nederlandsche Bank. URL: <http://www.dnb.nl>.
7. Finanstilsynet. URL: <http://www.dfsa.dk>.
8. CONSAR. URL: <http://www.consar.gob.mx>.

От редакции. В статье «Современные тренды региональной финансовой интеграции России и стран ЕврАзЭС в условиях глобализации», опубликованной в журнале «Финансы и кредит» № 44 за 2011 г., автором М. С. Назаровым были использованы материалы из статьи А. А. Абалкиной «Предпосылки и перспективы банковской интеграции в странах ЕврАзЭС», опубликованной в журнале «Евразийская экономическая интеграция» № 1 за 2008 г. Автор приносит свои извинения А. А. Абалкиной за отсутствие в материале ссылки на данный источник.