

Романова Д.М.

## Управление рисками инвестирования средств пенсионных накоплений

Романова Дарья Михайловна — аспирант, факультет государственного управления, МГУ имени М.В. Ломоносова, Москва, РФ.

E-mail: [romanova.darya@mail.ru](mailto:romanova.darya@mail.ru)

SPIN-код РИНЦ: [8530-6867](https://elibrary.ru/8530-6867)

### Аннотация

В статье рассматриваются основные риски, с которыми сопряжено формирование накопительного компонента пенсионного обеспечения, анализируются существующие подходы к государственному регулированию этих рисков: пруденциальный надзор, ограничения на инвестирование в отдельные классы активов, контроль соблюдения правил разумного инвестирования, регулирование, основанное на оценке риска, гарантии сохранности и минимальной доходности инвестирования и ограничения размера вознаграждения. В ходе анализа особое внимание уделяется управлению пенсионным риском, т. е. риском неполучения клиентами фондов требуемого уровня доходов после выхода на пенсию. В качестве основного недостатка рассматриваемых подходов к регулированию автор отмечает их концентрацию на текущих показателях деятельности фондов, а не на способности обеспечивать требуемый уровень пенсионного дохода в долгосрочной перспективе. В заключение выделяются перспективные направления совершенствования регулирования деятельности пенсионных фондов, учитывающие достижения в области стратегического управления портфелем и использования инвестиционных стратегий, имитирующих поведение граждан на протяжении жизненного цикла.

### Ключевые слова

Риски инвестирования пенсионных накоплений, накопительная пенсия, риск-менеджмент пенсионных фондов, пенсионный риск, пенсионная система с установленными взносами, государственное регулирование инвестиций пенсионных фондов.

Новая экономическая реальность, характеризующаяся старением населения на фоне замедления темпов роста экономики и уровня реальных доходов населения, обусловила несостоятельность систем пенсионного обеспечения, основанных исключительно на распределительном механизме финансирования выплат. Опубликованный еще в 1994 году доклад Всемирного банка «Предупреждение всемирного кризиса старения: как защитить пожилых людей и стимулировать экономический рост»<sup>1</sup> стал концептуальной основой создания многоуровневых систем пенсионного обеспечения во многих развитых и развивающихся странах<sup>2</sup>, в том числе и в России.

<sup>1</sup> Averting the Old Age Crisis: Policies to Protect the Old and Promote Growth. Washington, D.C.: World Bank, 1994. URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/973571468174557899/Averting-the-old-age-crisis-policies-to-protect-the-old-and-promote-growth> (accessed: 20.05.2017).

<sup>2</sup> Накопительный компонент пенсионного обеспечения был внедрен в Венгрии (1998), Польше (1999), Латвии, Эстонии, Болгарии, Хорватии (2000 и 2001), Литве (2004), Словакии (2005), Македонии (2006), Румынии (2008).

В соответствии с докладом, в целях снижения рисков пенсионного обеспечения распределительный компонент системы (первый уровень системы) рекомендовалось дополнять обязательным (второй уровень системы) и добровольным (третий уровень системы) накопительными компонентами. В России накопительный механизм реализуется при формировании обязательных пенсионных накоплений для граждан 1967 года рождения и моложе и добровольных пенсионных резервов.

Обязательные пенсионные накопления могут формироваться в рамках Пенсионного фонда России или выбранного застрахованным лицом негосударственного пенсионного фонда из числа вошедших в систему гарантирования пенсионных накоплений. Средства пенсионных резервов формируются только в рамках негосударственных пенсионных фондов. По состоянию на конец 2016 года общий объем пенсионных накоплений в нашей стране составлял около 4 трлн руб., пенсионных резервов — 1 трлн руб.

С 1 января 2014 года пенсионные накопления в России фактически перестали носить обязательный характер. В соответствии с Федеральным законом от 4 декабря 2013 года № 351-ФЗ<sup>3</sup>, до 31 декабря 2015 года застрахованные граждане имели право заявить о своем желании продолжить формирование накопительной части пенсии или по умолчанию считались отказавшимися от дальнейшего формирования накопительной части пенсии в пользу страховой части пенсии, основанной на распределительном механизме финансирования. Страховой взнос на формирование накопительной части пенсии в размере 6% фонда оплаты труда для второй категории граждан становился частью взноса на формирование страховой части пенсии.

Кроме того, вышеуказанным законом был введен временный запрет на перечисление в 2014 году взносов на формирование накопительной пенсии всех застрахованных граждан вне зависимости от их выбора. Накопительная составляющая страхового взноса в полном объеме была направлена на формирование страховой пенсии. Данная мера, несмотря на ее временный характер, была обусловлена назревшим системным кризисом пенсионного обеспечения, обусловленным несоответствием возрастающего объема обязательств Пенсионного фонда России перед нынешними пенсионерами объему социальных отчислений.

---

<sup>3</sup> Федеральный закон от 04.12.2013 № 351-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации по вопросам обязательного пенсионного страхования в части права выбора застрахованными лицами варианта пенсионного обеспечения» // Консультант Плюс [Справочная правовая система]. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_155248/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_155248/) (дата обращения: 24.05.2017).

Стремление государства снизить налоговую нагрузку на бизнес, не прибегая к повышению пенсионного возраста и не ухудшая заметно уровень благосостояния пенсионеров, привело к возникновению начиная с 2005 года систематического дефицита Пенсионного фонда России, покрываемого за счет трансфера из федерального бюджета<sup>4</sup>. Если до 2014 года выделяемых государством средств бюджета было достаточно для компенсации выпавших взносов на пенсионное страхование, то начиная с 2014 года для исполнения текущих обязательств перед гражданами Пенсионный фонд России был вынужден прибегнуть к использованию средств накопительного компонента пенсионного обеспечения.

Ввиду системного характера дефицита Пенсионного фонда России мораторий, который задумывался как временная мера, ежегодно продлевался на год вплоть до 2016 года, а в 2016 году было принято решение о его сохранении до 2019 года.

Таким образом, возникший в результате реформы 2002 года второй уровень российской пенсионной системы в настоящее время законсервирован. При этом добровольное пенсионное страхование в России не пользуется достаточной для обеспечения стабильности пенсионной системы популярностью, что обусловлено низким уровнем доходов большей части населения, недоверием к финансовым институтам и недостаточным уровнем финансовой грамотности. Основную часть пенсионных резервов составляют отчисления по корпоративным пенсионным программам нескольких крупных предприятий. По данным Банка России, по состоянию на конец 2016 года пенсионные резервы формировало всего 5,26 млн человек, и это число в настоящее время снижается.

В то же время целый ряд исследований свидетельствует о сохранении в России демографических и макроэкономических предпосылок увеличения роли накопительного компонента пенсионного обеспечения в обязательном и/или добровольном формате<sup>5</sup>. Пенсионные накопления обеспечивают дополнительный

---

<sup>4</sup> См.: Гурвич Е.Т. Реформа 2010 г.: решены ли долгосрочные проблемы российской пенсионной системы? // Журнал Новой экономической ассоциации. 2010. № 6. С. 98–119.

URL: <http://www.econorus.org/repec/journal/2010-6-98-119r.pdf> (дата обращения: 19.05.2017).

<sup>5</sup> См.: Schwarz A.M., Arias O.S. The Inverting Pyramid: Pension Systems Facing Demographic Challenges in Europe and Central Asia / Main Report. Europe and Central Asia reports. Washington, D.C.: The World Bank, 2014. P. 261–263. URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/514831468029365694/Main-report> (accessed: 20.05.2017); Rudolph H.P., Price W.J. Reversal and Reduction, Resolution, and Reform: Lessons from the Financial Crisis in Europe and Central Asia to Improve Outcomes from Mandatory Private Pensions / The World Bank. May 2013. P. 21–23.

URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/490141468257678018/Reversal-and-reduction-resolution-and-reform-lessons-from-the-financial-crisis-in-Europe-and-Central-Asia-to-improve-outcomes-from-mandatory-private-pensions> (accessed: 20.05.2017); Гурвич Е.Т., Кудрин А.И. Старение населения и угроза бюджетного кризиса // Вопросы экономики. 2012. № 3. С. 52–79.

источник пенсионного дохода в условиях роста демографической нагрузки, опережающего темпы роста реальных доходов населения. Альтернатив этому источнику пока не придумано. Кроме того, они являются практически единственным источником «длинных денег» в экономике, необходимых для финансирования инновационного развития, в особенности в условиях кризиса и ограничения доступа к внешним источникам финансирования.

Учитывая растущее давление на пенсионную систему и значение накопительного компонента пенсионного обеспечения в долгосрочной перспективе, одной из основных задач государства сегодня является совершенствование государственного регулирования в сфере инвестирования пенсионных накоплений.

### ***Риски инвестирования пенсионных накоплений***

Как правило, основанием для государственного регулирования экономики является наличие провалов в функционировании рыночного механизма. Наиболее значимым провалом рынка пенсионных накоплений является асимметричная информация. Информационная асимметрия в процессе инвестирования пенсионных накоплений выражается в высоких издержках клиентов пенсионных фондов, связанных с получением исчерпывающей информации о качестве управления пенсионными накоплениями.

Таким образом, вмешательство государства в деятельность пенсионных фондов обусловлено рисками клиентов пенсионных фондов. При этом риски самих фондов становятся объектом регулирования в силу того, что они оказывают прямое влияние на риски граждан, формирующих в них свои пенсионные накопления.

С точки зрения государственного регулирования деятельности пенсионных фондов интерес представляют следующие основные группы рисков клиентов пенсионных фондов:

**1) Портфельный или инвестиционный риск.** Риски данной группы являются общими как для клиентов, так и для самих фондов, и возникают в результате инвестирования средств пенсионных накоплений в активы. К инвестиционным рискам фонда относятся:

а) рыночный риск — риск изменения стоимости активов, в которые инвестированы средства фонда;

б) кредитный риск — риск неисполнения или ненадлежащего исполнения контрагентами фонда финансовых обязательств, составляющих активы фонда;

в) риск концентрации — риск, связанный с высокой долей средств фонда, инвестированной в один финансовый инструмент или обязательства одного эмитента / контрагента;

г) риск ликвидности — риск нехватки денежных средств для выполнения обязательств фонда, обусловленный неверно выбранным горизонтом инвестирования и/или низкой ликвидностью инструментов портфеля.

Инвестиционные риски могут быть как диверсифицируемыми (несистематическими), так и недиверсифицируемыми (систематическими). Грамотная диверсификация портфеля может позволить свести к минимуму кредитный риск портфеля и риск концентрации, но не рыночный риск. Одной из основных целей государственного регулирования, особенно в странах, в которых управляющие фондами имеют недостаточный уровень экспертизы в области портфельного инвестирования, является контроль уровня диверсификации портфелей и исключение наиболее рискованных и неликвидных активов из перечня разрешенных.

Рыночный риск уменьшается по мере увеличения горизонта инвестирования, однако не может быть полностью исключен, так как его источником является неопределенность будущих событий. Существуют различные способы уменьшения рыночного риска, к ним, например, относится инвестирование пенсионных накоплений в облигации с индексируемым номиналом. Однако их использование имеет свои недостатки. Так, облигации с индексируемым номиналом могут рассматриваться только как защитный инструмент и не позволяют получать реальную доходность.

**2) Агентские риски.** Риски этой группы являются ключевыми при регулировании деятельности пенсионных фондов и связаны с несовпадением интересов управляющих фондов и их клиентов. Сложность портфельных стратегий, долгосрочный инвестиционный горизонт, информационная асимметрия и низкий уровень правовой и финансовой грамотности большинства клиентов фондов создают возможности не только для некомпетентного и неэффективного управления, но и для злоупотребления положением и мошенничества.

Примером проявления агентского риска в России стала получившая широкое распространение практика создания «карманных» негосударственных фондов, средства которых направлялись на финансирование аффилированных с фондами структур и сомнительных проектов.

Применительно к накопительным пенсионным системам, основанным на финансировании с установленными выплатами, некоторые авторы выделяют так называемый пенсионный риск, истоки которого также заключены в принципал-агентском конфликте<sup>6</sup>. Суть пенсионного риска заключается в отсутствии в системах с установленными выплатами у пенсионных фондов обязанности обеспечивать своим клиентам после выхода на пенсию некоторый требуемый уровень дохода. Как следует из названия, определенным в таких системах является только размер взносов, в то время как итоговая величина пенсионных выплат зависит от результатов инвестирования фонда.

**3) Системные риски.** Риски фондов, которые становятся рисками клиентов, поскольку влияют на результат инвестирования. Возникновение рисков этой группы связано с тем, что пенсионный фонд является частью различных социально-экономических систем и подвергается их влиянию. Укрупненно системными рисками являются риски изменения законодательства, политические риски, риски экономических кризисов и кризисов фондового рынка, демографические риски и т. д. Примерами системных рисков могут быть: риск увеличения продолжительности жизни, риск увеличения периодов выплат накопительных пенсий или негосударственных пенсий застрахованным лицам или участникам, риск временного запрета на формирование пенсионных накоплений и т. д.

#### ***Регулирование рисков инвестирования пенсионных накоплений***

Обобщая опыт государственного регулирования пенсионных инвестиций, можно выделить следующие его составляющие:

**Меры пруденциального надзора.** Эти меры во многом соответствуют мерам по регулированию деятельности всех институциональных инвесторов и направлены на снижение или эффективное управление агентскими и системными рисками. Как следует из названия, меры пруденциального надзора направлены на контроль соответствия поведения институционального инвестора принципам разумного инвестирования, а также на защиту интересов застрахованных лиц в условиях информационной асимметрии. Распространенные направления пруденциального регулирования и соответствующие им меры представлены в Таблице 1.

---

<sup>6</sup> См.: Randle T., Rudolph H.P. Pension Risk and Risk-based Supervision in Defined Contribution Pension Funds / Policy Research Working Paper No. WPS 6813. Washington, D.C.: The World Bank, 2014. P. 2. URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/529911468182352436/Pension-risk-and-risk-based-supervision-in-defined-contribution-pension-funds> (accessed: 20.05.2017).

Таблица 1. Меры пруденциального надзора

Направление регулирования	Применяемые меры
Минимизация риска мошенничества	Правила доверительного управления, стандарты отчета и аудита, обязательства по раскрытию информации, контроль инсайдерской торговли
Контроль допустимого уровня риска	Минимальные ограничения на приобретение инструментов одного эмитента или выпуска Минимальный инвестиционный рейтинг
Минимизация конфликта интересов	Ограничение финансирования фондом за счет средств пенсионных накоплений собственных обязательств или обязательств аффилированных с ним лиц
Антимонопольное регулирование	Ограничения концентрации рынка пенсионных накоплений

**Регулирование структуры пенсионных инвестиций.** Традиционно выделяется два основных подхода к регулированию структуры пенсионных инвестиций: подход, основанный на установлении количественных ограничений инвестирования, и подход, основанный на контроле соблюдения правил разумного инвестирования.

Ограничения на инвестирование пенсионных накоплений в отдельные классы активов характерны для пенсионных систем стран Латинской Америки, Восточной Европы и России<sup>7</sup>. Так, в России в соответствии со статьями 26 и 28 Федерального закона от 24 июля 2002 года № 111-ФЗ<sup>8</sup> и утвержденным в его исполнение постановлением Правительства РФ от 30 июня 2003 года № 379<sup>9</sup> устанавливаются следующие ограничения на инвестирование накопительной пенсии (до 2015 года — накопительной части трудовой пенсии) негосударственными пенсионными фондами (см. Таблицу 2):

<sup>7</sup> См.: Annual Survey of Investment Regulation on Pension Funds / OECD. 2016. URL: <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/2016-Survey-Investment-Regulation-Pension-Funds.pdf> (accessed: 19.05.2017).

<sup>8</sup> Федеральный закон от 24.07.2002 № 111-ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной пенсии в Российской Федерации» // Консультант Плюс [Справочная правовая система]. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_37863/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_37863/) (дата обращения: 24.05.2017).

<sup>9</sup> Постановление Правительства РФ от 30.06.2003 № 379 «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений в отдельные классы активов и определении максимальной доли отдельных классов активов в инвестиционном портфеле в соответствии со статьями 26 и 28 Федерального закона “Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации”» // Консультант Плюс [Справочная правовая система]. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_43041/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_43041/) (дата обращения: 24.05.2017).

**Таблица 2. Ограничения на инвестирование негосударственных пенсионных фондов в отдельные классы активов в России**

Вид актива	Портфельное ограничение
Государственные краткосрочные облигации	нет ограничения
Облигации федерального займа	нет ограничения
Облигации субъектов федерации РФ	не более 40%
Муниципальные облигации	не более 40%
Корпоративные облигации	не более 80%
Ипотечные ценные бумаги	не более 40%
Облигации международных финансовых организаций	не более 20%
Акции российских компаний	не более 65%, акции одной компании не могут превышать 10% портфеля
Денежные средства в валюте Российской Федерации и иностранной валюте	не более 80%
Паи индексных инвестиционных фондов, размещающих средства в ценные бумаги иностранных эмитентов	не более 20%

Как видно из Таблицы 2, подавляющую долю портфелей российских пенсионных фондов составляют национальные активы.

При этом, несмотря на то, что в России на законодательном уровне закреплена возможность инвестирования в иностранные активы через приобретение ценных бумаг индексных фондов, в действительности это механизм диверсификации странового риска остается нерабочим. Постановлением Правительства от 30 июня 2003 года № 379<sup>10</sup> в качестве обязательного условия инвестирования в этот класс инструментов устанавливается заключение управляющей компанией, осуществляющей управление средствами пенсионных накоплений, договора с управляющими активами индексных инвестиционных фондов в соответствии с законодательством государств, на территории которых зарегистрированы такие фонды. В силу того, что на практике такой договор заключить невозможно, данная норма фактически блокировала возможность инвестирования пенсионных накоплений в иностранные активы.

Еще одним инструментом диверсификации странового риска являются облигации международных финансовых организаций. Однако ограниченный все тем же постановлением закрытый перечень организаций, в которые разрешено инвестировать пенсионные накопления, означает фактическое отсутствие у российских пенсионных фондов возможности инвестирования за пределы национальной экономики.

Регулирование структуры пенсионных инвестиций в таких странах, как США, Великобритания, Нидерланды, Австралия и Новая Зеландия не подразумевает установления каких-либо ограничений и сводится к утверждению поведенческого

<sup>10</sup> Постановление Правительства РФ от 30.06.2003 № 379.

стандарта, основанного на принципах разумного инвестирования<sup>11</sup>. Принцип разумного инвестора может быть сформулирован следующим образом: «Доверительный управляющий должен исполнять свои обязанности с заботой об интересах учредителя управления, квалифицированно, осмотрительно и усердно, действуя так же, как действовал бы разумный инвестор, находясь в подобных условиях и имея схожие цели»<sup>12</sup>.

При этом роль регулятора сводится к пруденциальному надзору и контролю прозрачности деятельности пенсионных фондов. Государство следит за тем, чтобы пенсионные фонды обеспечивали открытый доступ действующих и потенциальных участников к своей инвестиционной стратегии, и контролирует соответствие фактической деятельности фондов декларируемой. Непременным условием существования такой системы является многообразие пенсионных фондов и возможность свободного выбора гражданами пенсионного фонда, в наибольшей степени отвечающего их инвестиционному профилю. Возникшая в результате конкуренция вкупе с высокой финансовой грамотностью населения должны обеспечить отбор наиболее успешных и востребованных фондов и повышение общей эффективности системы.

**1) Гарантирование сохранности пенсионных накоплений и установление минимальных требований к доходности.** Государство может влиять на эффективность пенсионных фондов, законодательно устанавливая требования к гарантированию сохранности сумм взносов на формирование пенсии или обеспечению минимального уровня их доходности. При этом минимальный уровень доходности может определяться либо как абсолютное значение, либо как относительное значение, рассчитываемое по законодательно закрепленному правилу на основе показателей доходности всей отрасли.

В России в настоящее время у пенсионных фондов отсутствует обязательство гарантировать получение какого-либо инвестиционного дохода. При этом только с января 2014 года в результате вступления в силу Федерального закона от 28 декабря 2013 года № 422-ФЗ<sup>13</sup> в нашей стране начала действовать двухуровневая система

<sup>11</sup> См.: Annual Survey of Investment Regulation on Pension Funds.

<sup>12</sup> Galer R. Prudent Person Rule Standard for the Investment of Pension Fund Assets // OECD Financial Market Trends. November 2002. No 83. P. 45. URL: <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/2488700.pdf> (accessed: 19.05.2017).

<sup>13</sup> Федеральный закон от 28.12.2013 № 422-ФЗ «О гарантировании прав застрахованных лиц в системе обязательного пенсионного страхования Российской Федерации при формировании и инвестировании средств пенсионных накоплений, установлении и осуществлении выплат за счет средств пенсионных

гарантирования сохранности обязательных пенсионных накоплений по аналогии с системой гарантирования сохранности банковских вкладов.

Первый уровень системы представляет собой резерв по обязательному пенсионному страхованию фонда, который он формирует внутри себя самостоятельно. Второй уровень — это совместно накапливаемый за счет обязательных взносов всех пенсионных фондов Фонд гарантирования пенсионных накоплений, который обособлен от капитала каждого отдельного фонда и управляется Агентством по страхованию вкладов. Российская система гарантирует полную сохранность страховых взносов на формирование накопительной пенсии. Гарантия распространяется и на капитализированный инвестиционный доход, но только при условии смены фонда не чаще одного раза в пять лет.

**2) Регулирование размера вознаграждения фондов.** Повышение эффективности инвестирования пенсионных фондов обеспечивается, в том числе, посредством привязки уровня их вознаграждения к размеру полученного инвестиционного дохода (вознаграждение по результатам) и / или объема активов под управлением (вознаграждение за управление). Ограничения на размер вознаграждения фондов могут прямо не устанавливаться в законодательстве, что характерно для стран англо-саксонской правовой системы, регулирование в которых строится на правиле разумного инвестора. В таких случаях закон, как правило, указывает на необходимость получения фондами обоснованного и приемлемого уровня вознаграждения<sup>14</sup>.

**3) Регулирование, основанное на оценке риска.** Развитие рынка пенсионных накоплений, в особенности в развитых странах, сопровождавшееся увеличением числа фондов и усложнением используемых ими финансовых инструментов, стало причиной возникновения подхода к регулированию деятельности пенсионных фондов, основанного на оценке риска (*risk-based supervision*). Внедрению данного подхода также способствовала характерная для многих стран тенденция объединения в рамках одного государственного органа функций регулирования деятельности банков, пенсионных фондов, страховых компаний и других институтов коллективного инвестирования. В нашей стране роль такого макрорегулятора с 1 сентября 2013 года исполняет Банк России.

---

накоплений» // Консультант Плюс [Справочная правовая система]. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_156546/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_156546/) (дата обращения: 24.05.2017).

<sup>14</sup> См.: Rocha R., Hinz R., Gutierrez J. Improving Regulations and Supervision of Pension Funds: Are There Lessons from the Banking Sector? / Social Protection Discussion Paper Series. No. SP 9929. Washington, D.C.: The World Bank, 1999. P. 25. URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/320021468739450860/Improving-regulations-and-supervision-of-pension-funds-are-there-lessons-from-the-Banking-Sector> (accessed: 19.05.2017).

«Регулирование, основанное на оценке риска, применительно к пенсионным фондам должно было обеспечить фокусирование надзорного органа на выявлении и управлении ключевыми рисками фондов, в то время как подход, основанный на установлении количественных ограничений инвестирования, предполагал проверку соответствия портфелей фондов жестко установленным нормативным требованиям вне зависимости от их значимости»<sup>15</sup>.

Основной целью этой формы регулирования является обеспечение внедрения в пенсионных фондах системы риск-менеджмента, основанной на моделировании показателей доходности и риска портфелей. Регулирование, основанное на оценке риска, как правило, основывается на разработке количественных финансовых моделей, позволяющих определить уровень капитала и резервов фондов, достаточный для поддержания их финансовой устойчивости при наступлении неблагоприятных рыночных условий. Используя методологию, установленную регулятором, фонды тестируют свои портфели, идентифицируя и оценивая риски. При этом регулятор, как правило, самостоятельно разрабатывает базовую модель определения, систематизации и количественной оценки риска. Это придает риск-менеджменту фондов легитимность и повышает доверие к регулятору.

В настоящее время многие страны приходят к использованию методов регулирования, основанных на оценке риска. Пионерами в этой области стали пенсионные фонды Австралии, Канады, Нидерландов. В России нормативной базой регулирования, основанного на оценке риска, стало Указание Банка России от 4 июля 2016 года № 4060-У «О требованиях к организации системы управления рисками негосударственного пенсионного фонда»<sup>16</sup>, которое ввело критерии риск-менеджмента для участников отрасли. Данным нормативным актом устанавливаются требования к выявлению рисков, организации управления рисками, измерению и оценке рисков российских негосударственных фондов.

Существующие подходы к регулированию рисков инвестирования пенсионных накоплений являются результатом многолетних теоретических исследований и опыта их практической реализации. Несмотря на это, возрастающие требования к эффективности накопительного компонента пенсионного обеспечения и его роли в

---

<sup>15</sup> Randle T., Rudolph H.P. Op. cit. P. 2.

<sup>16</sup> Указание Банка России от 04.07.2016 № 4060-У «О требованиях к организации системы управления рисками негосударственного пенсионного фонда» // Консультант Плюс [Справочная правовая система]. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_202694/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_202694/) (дата обращения: 24.05.2017).

обеспечении социальной устойчивости и экономического роста требуют совершенствования привычных подходов к его регулированию.

***Недостатки существующих подходов к регулированию рисков инвестирования пенсионных накоплений***

Основной целью любой пенсионной системы является обеспечение ее членам некоторого достаточного<sup>17</sup> уровня пенсионного дохода. При этом если в рамках традиционных для распределительных пенсионных систем пенсионных планов с установленными выплатами размер будущих обязательств фонда заранее определен, то в рамках планов с установленными взносами, характерных для накопительного компонента пенсионного обеспечения, размер пенсионной выплаты рассчитывается исходя из фактического объема накоплений на счете застрахованного лица на момент выхода на пенсию. Иными словами, в отсутствие должного государственного регулирования у пенсионных фондов, аккумулирующих пенсионные накопления, в долгосрочной перспективе теряется мотивация обеспечивать застрахованным лицам достаточный уровень дохода.

Наряду с этим, пенсионное регулирование во многих странах также сфокусировано в первую очередь на текущих показателях деятельности фондов, а не на их способности обеспечить требуемый уровень доходности в долгосрочной перспективе. Управление инвестиционными рисками пенсионных фондов посредством установления лимитов на инвестирование в определенные классы активов, с одной стороны, позволяет обеспечить сохранность пенсионных накоплений, но, с другой стороны, как показывают исследования, может снижать эффективность их инвестирования. Так, Д. Виттас отмечает, что инвестиционные ограничения могут быть полезны на начальной стадии развития накопительного компонента, которая характеризуется недостатком квалифицированных портфельных управляющих и неразвитостью финансового рынка, так как они позволяют снизить агентские и системные риски<sup>18</sup>. Однако в условиях неразвитого внутреннего финансового рынка запрет на инвестирование в иностранные активы будет противоречить целям оптимизации портфеля с точки зрения соотношения риска и доходности и не позволит диверсифицировать страновой риск.

---

<sup>17</sup> Существуют различные подходы к определению достаточности пенсионного дохода. Однако этот вопрос не относится к области данного анализа.

<sup>18</sup> *Vittas D. Pension Funds and Capital Markets: Investment Regulation, Financial Innovation, and Governance / The World Bank. February 1996. P. 3. URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/981591468769542423/Pension-funds-and-capital-markets-investment-regulation-financial-innovation-and-governance> (accessed: 19.05.2017).*

Анализ исследований в области оценки воздействия государственных ограничений на эффективность инвестирования пенсионных накоплений<sup>19</sup> позволяет сделать вывод, что основными недостатками такого регулирования являются:

1. Ограничение возможностей диверсификации портфеля. Инвестиционные ограничения могут препятствовать распределению средств портфелей с точки зрения оптимального сочетания риска и доходности: получение требуемого уровня доходности становится возможным только при увеличении риска.

2. Непропорциональное развитие рынков. В условиях неразвитого финансового рынка пенсионные фонды могут контролировать основную долю рынков разрешенных для инвестирования инструментов, в то время как другие сегменты могут ощущать недостаток капитализации.

3. Низкая ликвидность инструментов портфеля. Непропорционально большая доля пенсионных фондов на рынке не позволяет им торговать на рынке, существенно не влияя при этом на цену инструментов.

В условиях жестких инвестиционных ограничений практически стираются различия между фондами, девальвируется право граждан на выбор фонда и снижается роль конкуренции в повышении эффективности системы.

В 1999 году Шринивас и Йермо провели анализ регулирования пенсионных систем стран Латинской Америки, который показал, что смягчение инвестиционных ограничений пенсионных фондов в 80-х годах прошлого века привело к значительному росту их эффективности<sup>20</sup>. Авторы пришли к выводу, что законодательные ограничения являются временной мерой, характерной для переходного периода развития накопительного компонента пенсионной системы, и должны смягчаться по мере развития рынка и государственного регулирования в этой области.

В то же время реализация правила разумного инвестора на практике зачастую также не обеспечивает достижения долгосрочных целей бенефициаров фонда. Так, Рудольф и де ла Торре в своем исследовании показали, что в силу агентских рисков и информационной асимметрии даже условия конкурентной пенсионной системы не являются гарантией соответствия целей пенсионных фондов целям получения их

---

<sup>19</sup> См.: *Srinivas P.S., Yermo J. Do Investment Regulations Compromise Pension Fund Performance? Evidence from Latin America / World Bank Latin American and Caribbean Studies: Viewpoints. Washington, D.C.: The World Bank, 1999. P. 11–12. URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/184241468769804367/Do-investment-regulations-compromise-pension-fund-performance-evidence-from-Latin-America> (accessed: 19.05.2017).*

<sup>20</sup> Там же. С. 29.

членами достаточного пенсионного дохода в долгосрочной перспективе<sup>21</sup>. Консервативная инвестиционная политика пенсионных фондов, как правило, получает поддержку среди населения в силу ее предсказуемости, что также стимулирует фонды ежегодно показывать положительный результат, придерживаясь низкорискованных и мало доходных стратегий. В то же время такая стратегия может не позволить обеспечить клиентам фондов достаточный коэффициент замещения трудового дохода после выхода на пенсию.

Регулирование структуры пенсионных инвестиций вне зависимости от применяемого подхода в большинстве стран сегодня сводится к контролю текущих операционных рисков деятельности фондов и проверке соблюдения ими законодательных требований, а не к управлению долгосрочными рисками инвестирования. Так, в системах, основанных на установлении законодательных ограничений, роль государства заключается в проверке способности фондов обеспечивать соблюдение лимитов (контроль операционного риска) и собственно в проверке соблюдения лимитов (контроль соблюдения закона). В системах, основанных на принципах разумного инвестора, государство осуществляет проверку прозрачности деятельности фонда и соблюдения им заявленных в инвестиционной стратегии положений. При этом государственное регулирование никак не компенсирует отсутствие у участников системы гарантий получения достаточного дохода после выхода на пенсию и даже, напротив, смещает фокус рассмотрения на достижение высокой текущей доходности.

Попыткой решить проблему ответственности пенсионных фондов за обеспечение достаточного уровня дохода является законодательное установление некоторыми странами гарантий сохранности пенсионных накоплений и/или минимальной доходности их инвестирования. Однако исследования в этой области свидетельствуют о том, что гарантии создают для пенсионных фондов дополнительные стимулы, которые могут не только не снизить, но даже повысить риски дестабилизации пенсионной системы, повышая её издержки, искажая оптимальные пропорции портфелей и снижая их доходность в долгосрочной перспективе.

Обязательство гарантировать минимальную доходность, с одной стороны, может побудить управляющих фондов воздержаться от приобретения более

---

<sup>21</sup> См.: *Rudolph H.P., Sabat J. Building Long-term Portfolio Benchmarks for Pension Funds in Emerging Economies / Policy Research Working Paper No. WPS 7784. Washington, D.C.: The World Bank, 2016. P. 2. URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/145101470338207646/Building-long-term-portfolio-benchmarks-for-pension-funds-in-emerging-economies> (accessed: 21.05.2017).*

волатильных, но потенциально более доходных инструментов. Но, с другой стороны, в зависимости от того, в какой степени недополученный доход компенсируется за счет собственных средств фонда, оно может привести к возникновению конфликта интересов, побуждающего управляющих к превышению допустимого уровня риска инвестирования, в особенности если речь идет о необходимости превышения фондом среднеотраслевых или рыночных показателей доходности.

В странах Латинской Америки, таких как Чили, Аргентина, Перу и Колумбия, государство обязывает фонды обеспечивать уровень доходности на среднеотраслевом уровне. Например, в Чили фонды должны гарантировать достижение 50% средней реальной доходности отрасли, а в Аргентине — 70% средней номинальной доходности. Во всех этих странах фонды за счет собственных средств создают резервы для покрытия разницы между фактическим и требуемым уровнем дохода. Однако только в Чили и в Аргентине государство участвует в обеспечении минимального уровня доходности, если внутренних резервов оказывается недостаточно.

В Швейцарии устанавливается абсолютное значение минимального номинального гарантированного дохода. С января 2017 года минимальный гарантированный доход установлен на уровне 1% годовых, что побуждает фонды придерживаться консервативной инвестиционной политики. В то же время компенсация недополученного дохода осуществляется не за счет собственных средств фонда, а из формируемого за счет обязательных отчислений всех фондов страны пула.

При этом успешное функционирование швейцарской системы во многом обусловлено тесной связью пенсионных фондов и компаний, делающих взносы на страхование работников, а также высокой ценностью репутации и престижа компаний в этой стране. Как правило, компании-страхователи добровольно или под давлением надзорных органов компенсируют недополученный фондом доход для сохранения своей репутации.

Рэндл и Рудольф приходят к выводу, что как гарантии сохранности пенсионных накоплений, так и гарантии минимальной доходности побуждают управляющих пенсионных фондов инвестировать накопления, не руководствуясь долгосрочными интересами бенефициаров фонда, а стремясь минимизировать объем создаваемых за счет собственных средств дополнительных резервов под обесценение активов. Кроме того, авторы отмечают, что сам подход к оценке уровня эффективности

фондов, основанный на краткосрочных показателях доходности, может давать неверные сигналы участникам рынка пенсионных накоплений<sup>22</sup>.

Определение минимальной доходности через среднеотраслевые показатели является следствием игнорирования государством долгосрочных задач пенсионных фондов. Такое игнорирование и отсутствие в регулировании представлений о жизненном цикле пенсионных фондов, специфике фаз аккумулирования накоплений и фаз выплат усугубляет риски дестабилизации пенсионной системы в целом.

Для других традиционных способов регулирования агентских рисков также является характерной концентрация на краткосрочных результатах деятельности пенсионных фондов. Так, например, размер вознаграждения, как правило, определяется на основе ежегодных результатов управления фондом.

Ответом на новые вызовы в области пенсионного регулирования должно было стать регулирование, основанное на оценке рисков фондов. В странах Латинской Америки была создана дифференцированная система регулирования инвестиционных рисков фондов в зависимости от возраста их клиентов. В Мексике была предпринята попытка регулирования риска портфеля путем установления максимального значения его *VaR* (*value at risk*, т. е. стоимость, подверженная риску)<sup>23</sup>.

Однако с распространением регулирования, основанного на оценке риска, появилось достаточно много исследований, демонстрирующих, что упрощенный характер моделей, используемых при оценке риска, может не только не улучшить, но даже негативно сказаться на эффективности инвестирования средств фондов. Так, Ши и Уэркер доказали неэффективность установления инвестиционных ограничений, рассчитанных на основе моделей, срочность которых не соответствует долгосрочному характеру инвестирования средств пенсионных накоплений<sup>24</sup>. Северинсон и Йермо пришли к выводу, что основанное на оценке риска регулирование стимулирует проциклическое инвестирование, что наносит ущерб не только пенсионным фондам, но и экономике страны в целом<sup>25</sup>. Берштейн обосновано показал, что традиционные подходы к оценке риска, такие как стандартное отклонение доходности или *VaR*,

<sup>22</sup> См.: Randle T., Rudolph H.P. Op. cit. P. 13–15.

<sup>23</sup> Стоимостная мера риска, представляющая собой величину, которую не превысят ожидаемые в течение определенного периода времени потери с заданной вероятностью.

<sup>24</sup> Shi Z., Werker B. Short-horizon Regulation for Long-term Investors // Journal of Banking & Finance. 2012. No 36 (12). P. 3227–3228. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.04.009> (accessed: 21.05.2017).

<sup>25</sup> Severinson C., Yermo J. The Effect of Solvency Regulations and Accounting Standards on Long-Term Investing: Implications for Insurers and Pension Funds / OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions. No. 30. Paris: OECD Publishing, 2012. P. 23–25. URL: <http://dx.doi.org/10.1787/5k8xd1nm3d9n-en> (accessed: 21.05.2017).

являются неадекватными с точки зрения долгосрочного инвестора, так как направлены на учет краткосрочной волатильности стоимости активов<sup>26</sup>.

Таким образом, несмотря на некоторые успехи в применении подхода, основанного на оценке риска, в особенности при инвестировании средств фондов в сложные финансовые инструменты, он не позволил решить основную проблему накопительного компонента пенсионного обеспечения — переориентировать фонды на обеспечение долгосрочной финансовой стабильности пенсионной системы.

### ***Возможные направления совершенствования регулирования***

Анализ недостатков широко используемых сегодня в мире, в том числе и в России, подходов и мер регулирования рисков инвестирования пенсионных накоплений показал, что их основной проблемой является отсутствие фокуса на обеспечение долгосрочной финансовой устойчивости фондов с точки зрения выполнения их основной функции — обеспечения достаточного уровня замещения трудовых доходов.

Особенности управления долгосрочными портфелями в современной теории портфеля описываются концепцией стратегического инвестирования активов. В соответствии с указанной концепцией, инвестор изначально определяет структуру портфеля, базируясь на ожиданиях относительно размера риска и доходности портфеля в долгосрочной перспективе. При этом распределение активов должно отражать представления инвестора о долгосрочных трендах фондового рынка и может корректироваться только в исключительных случаях, при условии смены глобальных тенденций на рынке. Противоположным такому подходу является тактическое инвестирование активов, в соответствии с которым инвестор может оперативно ребалансировать портфель в заранее определенных пределах для того, чтобы зарабатывать на колебаниях рынка. Исследования показали<sup>27</sup>, что подавляющая доля инвестиционного дохода долгосрочных инвесторов может быть объяснена эффективными стратегическими решениями касательно распределения активов,

---

<sup>26</sup> *Berstein S., Fuentes O., Villatoro F.* Default Investment Strategies in a Defined Contribution Pension System: A Pension Risk Model Application for the Chilean Case // *Journal of Pension Economics and Finance*. 2013. No 12 (4). P. 408–409. URL: <https://doi.org/10.1017/S1474747213000073> (accessed: 20.05.2017).

<sup>27</sup> См.: *Brinson G.P., Hood L.R., Beebower G.L.* Determinants of Portfolio Performance // *Financial Analysts Journal*. 1986. No 42 (4). P. 39–48. URL: <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/faj.v42.n4.39> (accessed: 20.05.2017); *Blake D., Lehmann B., Timmermann A.* Asset Allocation Dynamics and Pension Fund Performance // *Journal of Business*. 1999. No 72. P. 457. URL: <http://finance.martinsewell.com/fund-performance/BlakeLehmannTimmermann1999.pdf> (accessed: 20.05.2017); *Ibbotson R.G., Kaplan P.D.* Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance? // *Financial Analysts Journal*. 2000. Vol. 56. No 1. P. 32. URL: <http://dx.doi.org/10.2469/faj.v56.n1.2327> (accessed: 20.05.2017).

учитывающими глобальные рыночные тренды, и только небольшая часть — тактическими решениями, включая решения о выборе конкретного актива и сроках инвестирования.

В этой связи дальнейшее совершенствование регулирования рисков инвестирования пенсионных накоплений может пойти по пути использования достижений в области стратегического инвестирования активов. В настоящее время наиболее перспективными направлениями в этой области представляются:

1. создание регулятивной инфраструктуры рынка инвестирования пенсионных накоплений на основе определения целевых долгосрочных ориентиров, в частности, с использованием методологии построения долгосрочного портфеля-бенчмарка;
2. внедрение использования пенсионными фондами инвестиционных стратегий жизненного цикла;
3. использование потенциала пенсионных фондов как источников «длинных денег» в экономике для стимулирования инновационного развития экономики.

Консервирование накопительного компонента не решает проблему дефицита Пенсионного фонда России, а только увеличивает нагрузку на систему в будущем. Устойчивость распределительного механизма пенсионного обеспечения возможна при условии роста уровня трудовых доходов, опережающего темпы старения населения. Такой рост может обеспечить только интенсивный характер экономического роста, обусловленный прорывным инновационным развитием экономики. В то же время, одним из источников финансирования инновационного развития могут стать средства пенсионных накоплений.

#### **Список литературы:**

1. Гурвич Е.Т., Кудрин А.Л. Старение населения и угроза бюджетного кризиса // Вопросы экономики. 2012. № 3. С. 52–79.
2. Гурвич Е.Т. Реформа 2010 г.: решены ли долгосрочные проблемы российской пенсионной системы? // Журнал Новой экономической ассоциации. 2010. № 6. С. 98–119. URL: <http://www.econorus.org/repec/journal/2010-6-98-119r.pdf> (дата обращения: 19.05.2017).
3. Постановление Правительства РФ от 30.06.2003 № 379 «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений в отдельные классы активов и определении максимальной доли отдельных классов активов в инвестиционном портфеле в соответствии со статьями 26 и 28 Федерального закона “Об инвестировании средств для финансирования накопительной части

трудовой пенсии в Российской Федерации» // Консультант Плюс [Справочная правовая система]. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_43041/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_43041/) (дата обращения: 24.05.2017).

4. Указание Банка России от 04.07.2016 № 4060-У «О требованиях к организации системы управления рисками негосударственного пенсионного фонда» // Консультант Плюс [Справочная правовая система]. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_202694/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_202694/) (дата обращения: 24.05.2017).

5. Федеральный закон от 24.07.2002 № 111-ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной пенсии в Российской Федерации» // Консультант Плюс [Справочная правовая система]. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_37863/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_37863/) (дата обращения: 24.05.2017).

6. Федеральный закон от 04.12.2013 № 351-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации по вопросам обязательного пенсионного страхования в части права выбора застрахованными лицами варианта пенсионного обеспечения» // Консультант Плюс [Справочная правовая система]. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_155248/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_155248/) (дата обращения: 24.05.2017).

7. Федеральный закон от 28.12.2013 № 422-ФЗ «О гарантировании прав застрахованных лиц в системе обязательного пенсионного страхования Российской Федерации при формировании и инвестировании средств пенсионных накоплений, установлении и осуществлении выплат за счет средств пенсионных накоплений» // Консультант Плюс [Справочная правовая система]. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_156546/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_156546/) (дата обращения: 24.05.2017).

8. Annual Survey of Investment Regulation on Pension Funds / OECD. 2016. URL: <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/2016-Survey-Investment-Regulation-Pension-Funds.pdf> (accessed: 19.05.2017).

9. Averting the Old Age Crisis: Policies to Protect the Old and Promote Growth. Washington, D.C.: World Bank, 1994. URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/973571468174557899/Averting-the-old-age-crisis-policies-to-protect-the-old-and-promote-growth> (accessed: 20.05.2017).

10. *Berstein S., Fuentes O., Villatoro F.* Default Investment Strategies in a Defined Contribution Pension System: A Pension Risk Model Application for the Chilean Case // Journal of Pension Economics and Finance. 2013. No 12 (4). P. 379–414. URL: <https://doi.org/10.1017/S1474747213000073> (accessed: 20.05.2017).

11. *Blake D., Lehmann B., Timmermann A.* Asset Allocation Dynamics and Pension Fund Performance // Journal of Business. 1999. No 72. P. 429–462.  
URL: <http://finance.martinsewell.com/fund-performance/BlakeLehmannTimmermann1999.pdf> (accessed: 20.05.2017).
12. *Brinson G.P., Hood L.R., Beebower G.L.* Determinants of Portfolio Performance // Financial Analysts Journal. 1986. No 42 (4). P. 39–48.  
URL: <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/faj.v42.n4.39> (accessed: 20.05.2017).
13. *Galer R.* Prudent Person Rule Standard for the Investment of Pension Fund Assets // OECD Financial Market Trends. November 2002. No 83. P. 41–75.  
URL: <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/2488700.pdf> (accessed: 19.05.2017).
14. *Ibbotson R.G., Kaplan P.D.* Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance? // Financial Analysts Journal. 2000. Vol. 56. No 1. P. 26–33.  
URL: <http://dx.doi.org/10.2469/faj.v56.n1.2327> (accessed: 20.05.2017).
15. *Randle T., Rudolph H.P.* Pension Risk and Risk-based Supervision in Defined Contribution Pension Funds / Policy Research Working Paper No. WPS 6813. Washington, D.C.: The World Bank, 2014. URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/529911468182352436/Pension-risk-and-risk-based-supervision-in-defined-contribution-pension-funds> (accessed: 20.05.2017).
16. *Rocha R., Hinz R., Gutierrez J.* Improving Regulations and Supervision of Pension Funds: Are There Lessons from the Banking Sector? / Social Protection Discussion Paper Series. No. SP 9929. Washington, D.C.: The World Bank, 1999. URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/320021468739450860/Improving-regulations-and-supervision-of-pension-funds-are-there-lessons-from-the-Banking-Sector> (accessed: 19.05.2017).
17. *Rudolph H.P., Price W.J.* Reversal and Reduction, Resolution, and Reform: Lessons from the Financial Crisis in Europe and Central Asia to Improve Outcomes from Mandatory Private Pensions / The World Bank. May 2013. URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/490141468257678018/Reversal-and-reduction-resolution-and-reform-lessons-from-the-financial-crisis-in-Europe-and-Central-Asia-to-improve-outcomes-from-mandatory-private-pensions> (accessed: 20.05.2017).
18. *Rudolph H.P., Sabat J.* Building Long-term Portfolio Benchmarks for Pension Funds in Emerging Economies / Policy Research Working Paper No. WPS 7784. Washington, D.C.: The World Bank, 2016. URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/145101470338207646/Building-long-term-portfolio-benchmarks-for-pension-funds-in-emerging-economies> (accessed: 21.05.2017).

19. Schwarz A.M., Arias O.S. The Inverting Pyramid: Pension Systems Facing Demographic Challenges in Europe and Central Asia / Main Report. Europe and Central Asia reports. Washington, D.C.: The World Bank, 2014. URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/514831468029365694/Main-report> (accessed: 20.05.2017).
20. Severinson C., Yermo J. The Effect of Solvency Regulations and Accounting Standards on Long-Term Investing: Implications for Insurers and Pension Funds / OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions. No. 30. Paris: OECD Publishing, 2012. URL: <http://dx.doi.org/10.1787/5k8xd1nm3d9n-en> (accessed: 21.05.2017).
21. Shi Z., Werker B. Short-horizon Regulation for Long-term Investors // Journal of Banking & Finance. 2012. No 36 (12). P. 3227–3238. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.04.009> (accessed: 21.05.2017).
22. Srinivas P.S., Yermo J. Do Investment Regulations Compromise Pension Fund Performance? Evidence from Latin America / World Bank Latin American and Caribbean Studies: Viewpoints. Washington, D.C.: The World Bank, 1999. URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/184241468769804367/Do-investment-regulations-compromise-pension-fund-performance-evidence-from-Latin-America> (accessed: 19.05.2017).
23. Vittas D. Pension Funds and Capital Markets: Investment Regulation, Financial Innovation, and Governance / The World Bank. February 1996. URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/981591468769542423/Pension-funds-and-capital-markets-investment-regulation-financial-innovation-and-governance> (accessed: 19.05.2017).

*Romanova D.M.*

### **Risk Management in Retirement Savings Investment**

*Daria M. Romanova* — graduate student, School of Public Administration, Lomonosov Moscow State University, Moscow, Russian Federation.  
E-mail: [romanova.darya@mail.ru](mailto:romanova.darya@mail.ru)

#### **Annotation**

Funded pension system is associated with considerable risks that governmental regulation strives to limit through prudential supervision, prudent person rule standards, risk-based supervision, guarantees, and restrictions on fees. This study seeks to determine pension risk management capabilities of each of these widely used approaches, or in other words, their ability to ensure that individuals are provided with an adequate retirement income. One of the major flaws of traditional approaches is their focus on the short-term delivery of investment returns instead of the long-term generation of pension income. It is thus suggested that governmental regulation is to be enhanced by improving investment regulatory framework based on the strategic asset allocation and implementation of lifecycle investment strategies.

#### **Keywords**

Risks of pension funds, funded pension system, defined contribution pension scheme, pension fund risk-management, risk-based supervision, pension risk, regulation of the pension industry.