

8.11. О СОСТАВЕ И СТРУКТУРЕ ПОРТФЕЛЯ НЕГОСУДАРСТВЕННОГО ПЕНСИОННОГО ФОНДА

Курилин А.А., аспирант, кафедра
 Финансовые рынки и финансовый инжиниринг

Финансовый университет при Правительстве РФ

Повышение уровня социальной обеспеченности за счет роста частных пенсий возможно при эффективном управлении портфелями негосударственных пенсионных фондов, сформированных в рамках системы негосударственного пенсионного обеспечения. В статье приведен анализ зарубежного опыта, использован логический метод и дедукция от постулатов неоклассической финансовой теории. На этой основе сделаны предложения по изменению нормативных требований, направленные на повышение эффективности управления портфелями фондов.

Для всех стран с развитым финансовым рынком, пенсионная система это краеугольный камень финансовой системы. Ведущие теоретики называют эту сферу исследований пенсионной экономикой. В Российской Федерации сложилась, но не устоялась, трехуровневая пенсионная система. В сбалансированной трехуровневой пенсионной системе гармонично сосуществуют обязательная страховая пенсия, обязательная или квазиобязательная накопительная пенсия, частная (профессиональная и индивидуальная) пенсия.

Имущество негосударственного пенсионного фонда (НПФ) в РФ разделено на собственные средства, средства пенсионных резервов, которые фонд формирует для обеспечения обязательств перед участниками, и средства пенсионных накоплений для обеспечения обязательств перед застрахованными лицами по обязательному пенсионному страхованию (ОПС). Инвестиционный портфель фонда по ОПС – активы, сформированные за счет средств пенсионных накоплений, переданных фондом в доверительное управление управляющей компании (управляющим компаниям, УК) [1]. Так как исполнение обязательств субъектов отношений по негосударственному пенсионному обеспечению (НПО) не может осуществляться за счет средств пенсионных накоплений по ОПС, и наоборот, автор предлагает для балансирования понятийного аппарата законодательно закрепить понятие портфеля фонда по НПО в следующем виде. Портфель НПФ по НПО это совокупность средств пенсионных резервов, размещенных в активы для обеспечения исполнения обязательств перед вкладчиками и участниками в соответствии с определенными пенсионными схемами, которая может управляться как целостный объект и/или как несколько объектов с учетом особенностей пенсионных схем.

По российскому законодательству, НПФ может самостоятельно управлять только частью пенсионных резервов, которые размещены в сильно ограниченный список активов, оставшаяся часть должна быть передана в доверительное управление (ДУ) одной или нескольким УК. Пенсионные резервы разделяются на резерв покрытия пенсионных обязательств

(РППО) и страховой резерв (СР). Если пенсионными правилами фонда предусмотрено формирование, учет и размещение РППО отдельно по каждой пенсионной схеме, то РППО и СР, сформированные в рамках одной пенсионной схемы, не могут использоваться на покрытие обязательств по другим пенсионным схемам. Размещение СР осуществляется в том же порядке, как и РППО. Схема деятельности фонда по преобразованию пенсионных взносов и других источников в пенсионные выплаты по НПО показана на рис. 1.



Рис. 1. Схема деятельности НПФ по НПО

Требования к составу и структуре портфеля фонда содержатся в Правилах размещения средств пенсионных резервов и контроля за их размещением [2]. Совершенствованием правил размещения пенсионных резервов можно добиться увеличения эффективности управления портфелями фондов, развития НПФ как института финансового посредничества, увеличения охвата населения системой НПО и расширения внутреннего финансового рынка. Размещение средств пенсионных резервов должно осуществляться только в интересах участников. Принципы размещения средств пенсионных резервов [1], имеющие непосредственное отношение к формированию и управлению составом и структурой портфеля фонда:

- принцип обеспечения доходности, диверсификации и ликвидности;
- принцип определения инвестиционной стратегии;
- принцип учета надежности ценных бумаг;
- принцип профессионального управления инвестиционным процессом.

Пенсионная схема – это совокупность условий, определяющих порядок уплаты пенсионных взносов и порядок выплат негосударственных пенсий. В целом пенсионная схема определяет [3]:

- размер, фиксированность или методы расчета пенсионных взносов (выплат), их срочность и периодичность;
- гарантии и способы учета пенсионных обязательств;
- условия использования страхового резерва;

- метод расчета выкупной суммы, условия и порядок ее перевода или выплаты, возможность наследования;
- методы расчета, учета и распределения инвестиционного дохода;
- методы актуарного оценивания активов и пенсионных обязательств.

Выбранная пенсионная схема регулирует отношения только между вкладчиком, фондом и участником. Актуарная оценка текущих и будущих обязательств фонда перед вкладчиками и участниками должна проводиться по каждой пенсионной схеме. Единственная возможность увеличить размер пенсии участника выше суммы внесенных пенсионных взносов с учетом инфляции – это эффективное управление портфелем фонда, которое осуществляется посредством пересмотра состава и структуры портфеля фонда.

Портфель активов фонда по НПО как целостный объект управления может существовать только при использовании одной пенсионной схемы и одном субъекте управления. Этим субъектом могла бы быть либо УК, которой передан весь портфель фонда, либо сам фонд, но его полномочия при самостоятельном формировании и управлении портфелем сильно нормативно ограничены. Это целесообразно изменить, так как самостоятельное управление портфелем самим НПФ, это самый оптимальный вариант с точки зрения экономики издержек управления, гибкости и оперативности управления, повышения персональной ответственности лиц, принимающих инвестиционные решения, что в совокупности должно приводить к повышению эффективности управления портфелем фонда.

Текущие требования к составу и структуре пенсионных резервов относятся к портфелю фонда в целом, но при этом портфель отдельной пенсионной схемы может оказаться недиверсифицированным и высокорисковым, т.е. может иметь практически любую структуру. Таким образом, интересы вкладчиков и участников конкретной пенсионной схемы в определенных условиях могут быть не достаточно защищены со стороны законодательства и регулятора. Далее, если фондом предусмотрено раздельное управление по портфелям пенсионных схем, то есть возможность учитывать их особенности и формировать подпортфели в рамках пенсионных схем, которые учитывают относительно однородные интересы и жизненные обстоятельства участников. Если управление осуществляется портфелем фонда в целом, то проблемы с выполнением обязательств по отдельной пенсионной схеме решаются, в том числе, за счет интересов участников всех остальных пенсионных схем. То есть требования к составу и структуре должны относиться не только ко всему портфелю, но и к портфелям пенсионных схем, учитывая типы и особенности этих схем: с фиксированными взносами, с фиксированными выплатами и смешанные.

Диверсификация – это инструмент снижения общего риска портфеля, впервые предложенный Б. де Финетти [9], позднее Марковицом [12], что признавал последний [13]. Общий риск портфеля НПФ складывается из систематического и специфического риска, а эффект от диверсификации зависит от формирования состава и структуры портфеля фонда из активов, имеющих слабые ковариации доходностей, и/или

слабые ковариации доходностей между группами активов. Система лимитирования, чтобы способствовать диверсификации портфеля и снижению общего риска, должна учитывать два основных обстоятельства: количество инвестиционных объектов и экономические связи между ними и/или их типовыми группами. Для частичной реализации принципа диверсификации портфеля НПФ на практике можно задать минимальное количество, экономически не связанных друг с другом инвестиционных объектов с определенными максимальными долями. В связи с этим мы предлагаем снизить долю одного инвестиционного объекта, за исключением госбумаг, с 15% до 5% от объема пенсионных резервов. Также целесообразно в соответствии с принципом ликвидности ограничить долю от капитализации эмитента 5% в случае покупки акций, так как, чем ниже доля свободно обращающихся акций в портфеле, тем меньшее влияние оказывает на их стоимость при закрытии позиции или корректировке доли этих акций в портфеле в соответствии с [6, 7]. Есть разные эшелоны ликвидности, но такое ограничение лучше, чем ничего.

Совершенствование институциональной модели НПФ связано, в том числе с консолидацией фондов и проведением ими независимой инвестиционной политики, при которой средства пенсионных резервов размещаются исходя только из сочетания инвестиционных качеств (доходности, риска, ликвидности) активов в портфеле, пенсионной схеме, подпортфеле. «Кэптивные» НПФ и УК принадлежат группам лиц, преследующих собственные интересы через деятельность по НПО, что приводит к конфликту с интересами участников. Например, привлечение источников финансирования для связанных или подконтрольных компаний по цене значительно ниже рыночной, плюс к этому неизбежное возрастание риска концентрации активов, хотя доминировать должны интересы участников. Для того чтобы фонды не имели возможности ущемлять интересы участников, можно ограничить 5% долю ценных бумаг одного эмитента, являющегося вкладчиком фонда, в портфеле фонда, также как и совокупную долю ценных бумаг, эмитентами которых являются УК, специализированный депозитарий, аудитор или актуарий фонда, а также их аффилированные лица, даже если эти ценные бумаги включены в котировальный список высшего уровня. При помощи последней оговорки в настоящий момент фонды могут обходить многие ограничения.

Создать по-настоящему широко диверсифицированный портфель из активов только российского финансового рынка вряд ли возможно. Такой портфель будет включать в себя недиверсифицированный высокий страновой риск. Даже портфели (подпортфели) пенсионных схем, состоящие только из относительно надежных долговых инструментов российского фондового рынка, бенефициарами которых являются лица, с коротким сроком до наступления пенсионных оснований или уже получающие пенсионные выплаты, также могут нести высокие страновые риски, не говоря о том, что их доходность сильно ограничена. Появление облигаций фиксированного займа с индексированным по инфляции номиналом и купоном в 2,5% смягчает эту проблему.

Финансовая теория говорит о том, что более высокую ожидаемую доходность на долгосрочном инвестиционном горизонте имеют портфели с высокой долей акций («загадка премии акций» [14]). Зарубежные частные пенсионные фонды используют значительные доли акций в портфеле для диверсификации. Преимущественно в странах с континентальной моделью рынка доля акций в активах частных пенсионных фондов низкая, в странах с рыночной моделью, наоборот, довольно значительная [15, с. 197; 16, с. 21]. Фактическое распределение по классам активов частных пенсионных фондов от года к году изменяется не значительно на уровне отдельных стран, так как они имеют долгосрочные стратегии, но сама структура портфелей сильно отличается в различных развитых и развивающихся странах.

В конце 2011 г. облигации и акции были самым распространенным видом традиционных инвестиций для портфелей частных пенсионных фондов стран-членов Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР): средневзвешенная доля акций составляла около 37% (в США около 50%), средневзвешенная доля долговых ценных бумаг – 28% [15, с. 197].

В конце 2014 г. в портфелях частных пенсионных фондов стран-членов ОЭСР средневзвешенная доля акций – 23,8%, доля долговых ценных бумаг – 51,3%, наличные и депозиты – 9,6%, остальные инвестиции (нетрадиционные, альтернативные) – 15,3% [17, с. 14]. Активы частных пенсионных фондов в США составляли около 14 трлн. долл. в 2013 г., это 56% всех активов частных пенсионных фондов стран-членов ОЭСР, при этом доля акций в портфелях пенсионных фондов США была около 50% [16, с. 21].

С докризисного 2007 г. по 2013 г. большинство пенсионных фондов стран-членов ОЭСР сократили долю акций в активах в среднем на 6-7%, при этом почти все из них увеличили на сравнимую величину долю в долговых ценных бумагах [16, с. 23]. К сожалению, российский регулятор не публикует данные о составе и структуре портфелей фондов, сформированных в рамках системы НПО из средств пенсионных резервов, в том числе, поэтому наш анализ сосредоточен на нормативных ограничениях, которые имеют обязательный характер.

В 17 странах-членах ОЭСР нет совокупных (прямые плюс опосредованные инвестиции) лимитов по доле акций в портфелях фондов и только в четырех странах есть совокупные лимиты по облигациям, но прямые инвестиции в акции ограничены достаточно жестко: в Австралии – 50%, в Польше – около 40%, в Финляндии и США – 38%, в Австрии – 35%, в Канаде – 25%, в Мексике – 22%, в большинстве остальных стран значительно меньше 20% [16, с. 26-27].

Требования к составу и структуре пенсионных резервов в РФ позволяют иметь до 70% портфеля в российских акциях. Но фондовый рынок РФ сверхволатильный [5, с. 250-254], что является признаком почти любого развивающегося рынка. Помимо этого, потребители финансовых услуг не редко действуют иррационально из-за доверчивости и низкой финансовой грамотности. Поэтому в этих обстоятельствах разумное ужесточение некоторых пунктов требований к составу и структуре портфелей фондов, с одной сторо-

ны, не свяжет руки управляющим, с другой стороны, будет нацелено на защиту интересов вкладчиков и участников и повышение эффективности управления портфелями. В связи с вышеизложенным, мы предлагаем ограничить совокупную долю акций российских и зарубежных открытых акционерных обществ (ОАО) в портфелях фондов 50% от средств пенсионных резервов, а долю прямых инвестиций – 30%.

Зарубежные активы – это незаменимый и неиспользованный ресурс для широкой межстрановой диверсификации портфелей российских НПФ. В мире множество формирующихся рынков с высоким потенциалом, ждущих притока инвестиций из-за рубежа. Так почему они должны быть интересны для портфелей российских НПФ?

- Во-первых, межотраслевая диверсификация на российском рынке сильно ограничена структурой экономики, а за счет зарубежных активов может быть значительно расширена.
- Во-вторых, корреляция доходностей активов формирующихся рынков является сильно положительной только в моменты циклических кризисов, т.е. в нормальные периоды мировой экономической конъюнктуры корреляция доходностей может быть любой, что и представляет возможность для диверсификации.
- В-третьих, если зарубежные рынки представляют возможности для получения более высокой доходности при сравнимых рисках, то не должно быть препятствий для реализации этих возможностей. При этом, например, доходы, полученные от доли зарубежных акций, впоследствии могут инвестироваться в надежные российские облигации.
- В-четвертых, конечными бенефициарами являются российские пенсионеры, которые будут увеличивать совокупный спрос в стране проживания за счет повышенных пенсионных выплат.

При фактическом увеличении зарубежных инвестиций в портфелях фондов желательно также добиваться того чтобы пенсионные фонды этих зарубежных стран, также инвестировали в ценные бумаги Правительства РФ и российских эмитентов.

Момент для выражения этих суждений, конечно, не самый удачный, учитывая внешние пертурбации и хронический дефицит долгосрочных источников финансирования в экономике РФ, но о будущем полезно думать в любых условиях. Наличие зарубежных портфельных инвестиций фондов можно рассматривать, как подушку безопасности и важный элемент антициклической политики: в нормальный период развития мировой экономики доля зарубежных инвестиций фондов возрастает, при первых кризисных симптомах доля зарубежных инвестиций сокращается. В результате такой репатриации капитала смягчается кризис, падают процентные ставки, поддерживается уровень инвестиций и совокупный спрос. Остается только дожидаться роста объема портфелей НПФ до размера по отношению к валовому внутреннему продукту (ВВП), при котором они смогут играть вышеописанную роль.

Отношение средств пенсионных резервов фондов к ВВП РФ в 2014 г. составило 1,26%, отношение средств пенсионных накоплений к ВВП – 1,58%, совокупно – 2,84% [4]¹. С 2011 до 2014 г. все инвестируемые пенсионные сбережения приросли на 45,36%, что очень неплохо. Если экстраполировать рост инвестируемых пенсионных сбережений к ВВП в 1,5 раза за три года,

¹ Рассчитано по данным Банка России [Электронный ресурс]: официальный сайт. Режим доступа: <http://cbr.ru/finmarkets>.

то к 2038 г. этот показатель составит 72,83%². В странах-членах ОЭСР в 2013 г. средневзвешенный показатель отношения активов только частных пенсионных фондов к совокупному ВВП составлял 84,3% [16, с. 11], что является важнейшим фактором социальной стабильности, стабильности уровня инвестиций и экономического развития, низкой волатильности финансового рынка (так как портфельные инвестиции фондов долгосрочные) и высокого уровня его насыщенности деньгами, инструментами и институтами.

В 2013 г. пяти только в 5 пяти из 19 стран-членов ОЭСР, по которым есть такие данные, фактическая доля зарубежных инвестиций в портфелях пенсионных фондов была менее 20%, в остальных значительно выше (максимум 74,5%) [16, с. 25]. Мы предлагаем не ужесточать текущее требование к доле зарубежных активов (не более 30%) в портфелях фондов, снять условие резидентства эмитентов в странах-членах ОЭСР и наложить запрет инвестиций в страны, в которых при обострении геополитической обстановки активы фондов подвержены риску замораживания, а также ослабить требования по рейтингам международных агентств.

Наличие денег и депозиты составляют значительную фактическую долю (около 10-15%) портфеля пенсионных фондов только в нескольких странах-членах ОЭСР [15, с. 197, 16, с. 21], средневзвешенная доля во всех странах в 2011 г. была менее 5%. Стоит ли искать мотив и рациональность в действиях вкладчика – участника фонда при добровольной уплате пенсионных взносов, когда доля депозитов и депозитных сертификатов банков в портфеле НПФ в РФ может составлять до 80%. Может ему лучше сразу пойти в банк? В связи с этим, а также в связи с принципом диверсификации для развития института НПФ и российского рынка ценных бумаг мы предлагаем ограничить долю депозитов и депозитных сертификатов 40%, а долю депозитов и депозитных сертификатов в одном банке 10%.

В странах-членах ОЭСР кредитные договоры, недвижимость, договоры страхования и частные инвестиционные фонды в совокупности фактически превышают 30% активов частных пенсионных фондов в Германии, Великобритании, Японии, Кореи (в 2011 г. среднее взвешенное значение – около 32%), немного ниже 30% в США, Канаде, и Швейцарии по данным 2011-го и 2013 г. [16, с. 21; 15, с. 197]. По текущим требованиям к составу и структуре пенсионных резервов РФ доля объектов недвижимого имущества может составлять до 10%, что не соответствует принципу ликвидности. Не вдаваясь в анализ депрессивного состояния российского рынка недвижимости, мы бы предложили снизить долю объектов недвижимого имущества до 2-3%, или вообще исключить недвижимость из портфелей фондов. Максимальную совокупную долю паев российских паевых инвестиционных фондов (ПИФ) и акций акционерных инвестиционных фондов (АИФ) целесообразно снизить с 70% до 30%, чтобы ограничить цепочки финансовых посредников, а

долю под руководством одной УК снизить с 25% до 10% по принципу диверсификации.

В последней четверти XX в. появилось множество работ о связи размера активов компании и темпов роста ее стоимости (size effect, small firm effect). Например, работа Ролла [18] обосновывает и показывает на основе эмпирических исследований, что рентабельность малых компаний в среднем выше, чем у крупных, при равных рисках деятельности. Схожие выводы сделаны в работах Банца [8], Лаконишока и Шапиро [11], после чего «эффект размера» был предметом многих исследований. Фама и Френч даже предложили равновесную трехфакторную модель ценообразования активов (Three Factor Model), где одним из факторов выступает объем капитализации компании (small-minus-big market value, SMB) [10]. Стремление к низкому общему риску портфеля отнюдь не означает, что широко диверсифицированные портфели НПФ не могут включать высокорисковые активы, доля которых разумно ограничена с учетом особенностей пенсионных схем и подпортфелей.

Рисковая структура портфелей НПФ, т.е. соотношение групп активов, сформированных по уровню риска, должна быть тесно связана со срочной структурой и имеет не меньшее значение. Если в портфелях пенсионных схем фондов в соответствии с их инвестиционными стратегиями и особенностями, а также условиями и порядком перевода выкупных сумм, можно было бы держать небольшую долю венчурных фондов³ или совокупную долю высокорисковых ценных бумаг, это способствовало бы финансовому обеспечению инновационного развития и не противоречило бы интересам участников. Так как при условии длинного инвестиционного горизонта у участников фондов наличие высокорисковых активов в портфеле (подпортфеле) может значительно увеличивать ожидаемую доходность и эффективность управления. Правила размещения средств пенсионных резервов могли бы ограничивать долю высокорисковых активов 10% от объема портфеля, а долю в ценных бумагах одного эмитента с высоким уровнем риска или в капитализации венчурного фонда для одного НПФ могла бы быть ограничена 5%. Инфраструктурные облигации с доходностью выше инфляции также вполне могли бы составлять небольшую часть портфелей определенных пенсионных схем. Объем финансирования инфраструктуры и инноваций вместе с показателями экономической эффективности проектов определяет темпы экономического роста в долгосрочной и долгосрочной перспективе.

Покупка ценных бумаг при первом публичном размещении (IPO) по ряду причин далеко не всегда является хорошей инвестиционной идеей. Например, финансовый менеджмент компаний всегда стремится привлечь средства по минимальной цене при размещении долговых инструментов, а при размещении акций получить за них максимальную сумму, и только спустя достаточно продолжительный период при достаточной рыночной эффективности становятся понятны уровни справедливых цен. Кроме этого, большинство размещений проводятся близко к пике дело-

² Это сверхоптимистичный прогноз, на деле все будет обстоять гораздо хуже.

³ Под венчурным фондом подразумевается не тип ПИФ.

вого цикла, когда бумаги часто переоценены, и, как правило, именно в эти моменты из компаний уходит венчурный капитал (в том числе с этим связано предыдущее предложение), так как сверхприбыли уже сделаны. Таким образом, долю ценных бумаг, купленных на IPO и/или не включенных в котировальные списки, за исключением госбумаг и инвестиционных паев ПИФов, мы бы предложили снизить с 40% до 20%, а долю ценных бумаг, по которым не зарегистрирован отчет об итогах выпуска с 15% до 5% средств пенсионных резервов.

Текущие требования к составу и структуре портфелей НПФ в РФ избыточно либеральны даже для стран с развитой пенсионной экономикой и развитым финансовым рынком. Для стимулирования развития института НПФ, реализации принципов инвестирования пенсионных резервов, повышения эффективности управления портфелями фондов, обеспечения интересов участников и общественных интересов, развития и расширения внутреннего финансового рынка, повышения роли НПФ в экономическом развитии РФ мы рекомендуем изменить требования к составу и структуре активов портфеля НПФ с учетом вышеприведенных аргументов, рассуждений и предложений:

- снизить долю одного инвестиционного объекта, за исключением госбумаг, с 15% до 5% от объема пенсионных резервов;
- ограничить долю от капитализации эмитента 5% в случае покупки акций;
- ограничить 5% долю ценных бумаг одного эмитента, являющегося вкладчиком фонда, как и совокупную долю ценных бумаг, эмитентами которых являются организации, взаимодействующие или связанные с фондом, даже если, эти ценные бумаги включены в котировальный список высшего уровня;
- ограничить совокупную долю акций в портфелях фондов 50%, долю прямых инвестиций в акции 30%;
- снять требование резидентства эмитентов в странах – членах ОЭСР при зарубежных инвестициях фондов, наложить запрет инвестиций в страны, где активы подвержены высокому политическому риску, а также ослабить требования по рейтингам международных агентств;
- ограничить долю депозитов и депозитных сертификатов 40%, а долю в одном банке 10%;
- снизить с 70% до 30% долю инвестиционных фондов, а долю под руководством одной УК с 25% до 10%; разрешить фондам осуществлять венчурные инвестиции в объеме до 10% портфеля по НПО и ограничить долю в капитализации венчурного фонда 5%;
- долю ценных бумаг купленных на IPO, снизить с 40% до 20%, а долю ценных бумаг, по которым не зарегистрирован отчет об итогах выпуска, – с 15% до 5%;
- разрешить НПФ самостоятельно управлять средствами пенсионных резервов;
- разработать нормативные требования (в том числе лимиты) для состава и структуры отдельных пенсионных схем, учитывая их типы и особенности, зарубежный опыт и постулаты современной финансовой теории.

Литература

1. О негосударственных пенсионных фондах [Электронный ресурс] : федер. закон от 7 мая 1998 №75-ФЗ, ред. от 21 июля 2014 г., с изм. и доп., вступ. в силу с 1 янв. 2015 г. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
2. Об утверждении Правил размещения средств пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов и контроля за их размещением [Электронный ресурс] : постановление Правительства РФ от 1 февр. 2007 г. №63, ред. от 26 авг. 2013 г. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
3. Об утверждении требований к пенсионным схемам негосударственных пенсионных фондов, применяемым для

- негосударственного пенсионного обеспечения населения [Электронный ресурс] : ПП РФ от 13 дек. 1999 г. №1385. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
4. Банк России [Электронный ресурс] : официальный сайт. Режим доступа: <http://cbr.ru>
 5. Миркин Я.М. Финансовое будущее России: экстремумы, бу-мы, системные риски [Текст] / Я.М. Миркин. – М.: Geleos Publishing House; Кэпитал Трейд Компани, 2011. – 480 с.
 6. Almgren R. et al. Optimal execution of portfolio transactions [Text] / R. Almgren, N. Chriss // University of Chicago; Department of Mathematics, 1999. – 48 p.
 7. Bangia A. et al. Modeling liquidity risk, with implications for traditional market risk measurement and management [Text] / A. Bangia, F. Diebold, T. Schuermann, J. Stroughair // Wharton financial institutions fernandez, 1998. – 16 p.
 8. Banz R. The relationship between return and market value of common stocks [Text] / R. Banz // Journal of financial economics. – 1981. – No. 9. – Pp. 3-18.
 9. de Finetti B. Il problema dei pieni [Text] / B. de Finetti // Giornale istituto Italiano attuari. – 1940. – No. 9. – Pp. 1-88.
 10. Fama E.F. et al. Common risk factors in the returns on stocks and bonds [Text] / E.F. Fama, K.R. French // The journal of financial economics. – 1993. – Vol. 33. – Pp. 3-56.
 11. Lakonishok J. et al. Systematic risk, total risk and size as determinants of stock market returns [Text] / J. Lakonishok, A. Shapiro // Journal of banking and finance. – 1986. – Vol. 10. – Pp. 115-132.
 12. Markowitz H.M. Portfolio selection [Text] / H.M. Markowitz // The journal of finance. – 1952. – Vol. 7. – Pp. 77-91.
 13. Markowitz H.M. «de Finetti scoops Markowitz» [Text] / H.M. Markowitz // Journal investment management. – 2006 – Vol. 4. – Pp. 3-18.
 14. Mehra R. et al. The equity premium puzzle [Text] / R. Mehra, E. Prescott // Journal of monetary economics. – 1985. – No. 15. – Pp. 145-161.
 15. OECD. Pensions at a Glance 2013: OECD and G20 indicators [Text] / OECD // OECD Publishing, 2013. – 368 p.
 16. OECD. Pension markets in focus [Text] / OECD // OECD Publishing. – 2014. – 40 p.
 17. OECD. Pension markets in focus 2015 [Text] / OECD // OECD Publishing, 2015. – 44 p.
 18. Roll R. A possible explanation of the small firm effect [Text] / R. Roll // Journal of finance. – 1981. – Vol. 36 – Pp. 879-888.

Ключевые слова

Портфель негосударственного пенсионного фонда; требования к составу и структуре портфеля фонда; эффективность управления портфелем фонда.

Курилин Алексей Анатольевич

РЕЦЕНЗИЯ

Актуальность темы заключается в социальной значимости повышения эффективности инвестиционного процесса, протекающего в системе негосударственного пенсионного обеспечения. Эффективность управления составом и структурой портфеля негосударственного пенсионного фонда зависит, в том числе, от совершенствования нормативно-правового регулирования в этой области.

Научная новизна и практическая значимость. В статье предлагается изменить требования, содержащиеся в нормативных документах и оказывающие непосредственное влияние на состав и структуру портфелей фондов, для повышения эффективности инвестиционного процесса в системе негосударственного пенсионного обеспечения РФ. В этом есть практическая значимость для отдельных негосударственных пенсионных фондов и для стабильности развивающейся системы негосударственного пенсионного обеспечения в целом, а также для повышения к ней доверия со стороны вкладчиков и участников фондов, чьи интересы поставлены во главу угла при проведении анализа. В качестве обоснования своих предложений автор использует законодательные принципы размещения средств пенсионных резервов, логику процесса инвестирования, зарубежный опыт в странах-членах ОЭСР с адаптацией к российским условиям, а также дедуктивный метод от основ современной финансовой теории.

Заключение. Статья привлекает внимание к острому и актуальным проблемам развития пенсионной системы и внутреннего финансового рынка РФ, написана с достаточной аргументацией, обладает необходимой новизной и практической значимостью. В связи с этим статья рекомендуется для публикации в журнале «Аудит и финансовый анализ».

Сребник Б.В., к.э.н., профессор, кафедра Финансовые рынки и финансовый инжиниринг, Финансовый университет при Правительстве РФ.

