**Равновесный подход к определению соотношения риск-доходность в условиях кризиса**

****

*Александр Сметанин  
Директор департамента риск-менеджмента   
НПФ электроэнергетики*

Во время проверок, проводившихся в негосударственных фондах, регулятор уделял особое внимание соответствию доходности инвестиций уровню принимаемого риска. Однако если для доходности, как правило, есть понятные всем объективные подходы к оценке, которые в основном описаны в нормативной базе, то регламентация оценки инвестиционных рисков для российского рынка пока находится в начальной стадии. Профессиональное сообщество, понимая необходимость унификации базовых принципов и основных подходов к оценке и управлению рисками, а также с учетом нормативно-информационного вектора развития систем риск-менеджмента, обозначенного регулятором, на базе НАПФ летом 2012 года были подготовлены «Стандарты управления рисками для негосударственных пенсионных фондов РФ». Первоначальная версия стандартов затрагивала лишь инвестиционные риски и по большей части носила, скорее, справочный характер, описывая основные виды рисков и наиболее распространенные методы идентификации, оценки и управления ими. В начале июня текущего года усилиями рабочей группы НАПФ был разработан и утвержден новый «Стандарт НАПФ по организации риск-менеджмента в НПФ» СТО НАПФ 5.1-2015. В новой редакции удалось описать уже не только инвестиционные, но практически все виды свойственных для индустрии рисков, включая операционные и актуарные. Кроме того, в документе теперь представлены более четкие рекомендации по выстраиванию системы риск-менеджмента в фонде. Эти шаги позволили профсообществу заложить единую платформу для дальнейшего развития риск-менеджмента в индустрии.

Вместе с тем, даже при условии унификации подходов к оценке рисков остается открытым вопрос упомянутого выше соответствия доходности принимаемому риску. В рамках рыночной экономики объективным мерилом адекватности соотношения риска и доходности для ценных бумаг призван быть фондовый рынок, пресловутая «невидимая рука рынка» Адама Смита. Аналогичным образом на конкурентном банковском рынке ставка депозита должна быть тем самым итоговым показателем, учитывающим все принимаемые риски, начиная от существенных условий договора, заканчивая кредитным качеством банка.

С одной стороны, как бы парадоксально это не звучало, но не всегда для институционального инвестора локальный фондовый (и вообще финансовый) рынок является тем sine qua non, без которого невозможна эффективная инвестиционная деятельность. Ведь в рамках инвестиционных возможностей (investment universe) существует ряд альтернатив, которые необязательно в явном виде привязаны к нему. Это могут быть и внебиржевые инструменты денежного рынка, самым характерным примером которых являются банковские депозиты. Может быть первичное обращение бумаг инвестиционных фондов, включая взаимные фонды (или в российской практике – паевые инвестиционные фонды), хедж-фонды, ETF, которые сами по себе являясь в определенном смысле «транзитными» институтами, открывают доступ практически к любым видам инвестиций по всему миру, начиная от прямых инвестиций, заканчивая сложными комбинациями производных инструментов. В конце концов, когда локальный рынок не может обеспечить нужды инвестора, всегда есть возможность пойти на другие рынки. Примеров успешного инвестирования значительной доли пенсионных средств в иностранные ценные бумаги достаточно много, причем согласно специальному исследованию ОЭСР эмпирические данные подтвердили теоретические предположения о том, что страновая диверсификация позволяет существенно снизить несистематические инвестиционные риски.

**Иностранные инвестиции пенсионных фондов из ряда стран ОЭСР, 2013**

в % от общего объема инвестиций

Источник: ОЭСР «Pension Markets in Focus» 2014

Стимулом для перетока активов в портфелях пенсионных фондов из акций и облигаций в другие инструменты, подавляющая часть которых имеет низкую корреляцию с фондовым рынком, могут служить разные факторы, некоторые из которых имеют специфическую для отдельной страны природу. Но основными факторами являются, очевидно, недостаточно высокая доходность или ликвидность фондового рынка, а также его высокая волатильность, в том числе относительно структуры пассивов фонда. Или, говоря иными словами, «несоответствие доходности уровню принимаемого риска». Если проанализировать аллокацию пенсионных фондов по видам активов, представленную в том же обзоре ОЭСР, то видно, что во многих странах доля «других» инструментов (т.е. не акций и облигаций), даже с учетом их возможности страновой диверсификации, составляет значительную часть инвестиционных портфелей:

**Инвестиции пенсионных фондов ряда стран, кроме инвестиций в акции и облигации, 2013**

в % от общего объема инвестиций

Источник: ОЭСР «Pension Markets in Focus» 2014, расчеты автора

Примечание: по ряду стран информация дана за 2012 год, др. примечания см. источник

Этими же факторами во многом объясняется и относительно высокая в структуре портфелей российских НПФ доля активов, напрямую не связанных, либо ограниченно связанных с фондовым рынком. Для сравнения с данными ОЭСР по данным ЦБ России доля инвестиций российских НПФ в активы помимо акций и облигаций на конец 2014 года составила 38,6%, из них доля депозитов – более 31%.

С другой стороны, что может лучше определить уровни спроса и предложения, чем сами спрос и предложение? Весь вопрос в размерах и доступности этого спроса и предложения. Санкции, отток капитала, слабая конкурентоспособность экономики, зависимость от цен на сырье, падающих на фоне замедления мировой экономики – эти факторы сдерживают приток иностранного капитала на фондовый рынок последние годы. Вместе с тем практически не добавляют ликвидности рынку и крупные макрофонды – ВЭБ, как государственный агент по управлению пенсионными накоплениями «молчунов» не раскрывает структуру портфелей, но, очевидно, формирует их не на фондовом рынке, АСВ, инвестирующее временно свободные денежные средства Фонда обязательного страхования вкладов, на фоне масштабных выплат вынуждено заметно сократить присутствие на торгах. Размер Фонда сократился с 202,5 млрд рублей в 2012 года до 68,9 млрд рублей на конец 2014 года, а последние события показывают, что это, вероятно, еще не предел. Суммарная СЧА открытых и интервальных ПИФов, инвестирующих в российские ценные бумаги, за последние 5 лет сократилась почти на 15 млрд рублей. В итоге суммарный объем торгов на фондовом рынке Московской биржи последние 5 лет снижается. Если эта тенденция сохранится, то на фоне роста объема активов, крупные пенсионные фонды могут оказаться «слонами в посудной лавке», рискуя случайно формально проманипулировать рынком, совершая рутинные операции по портфелям.

**Объем торгов на фондовом рынке Группы Московская Биржа за последние 5 лет, млрд руб.**

Источник: Московская биржа

В сложившейся ситуации регулятор оказался в достаточно затруднительном положении, пытаясь оценивать качество инвестиций фондов сугубо по рыночным меркам при фактическом отсутствии – в нужном объеме и качестве – этого самого рынка. Возможно, ответом сразу на все вопросы – и на соответствие риска доходности, и на обвинения соцблока в том, что средства пенсионных накоплений, поступающие в НПФ, якобы не работают на экономику, и на проблемы с волатильностью рынка, – станут инвестиции в инфраструктурные проекты. По крайней мере до момента, когда фондам придется задуматься об актуарной ликвидности.