



DOI: <http://dx.doi.org/10.15688/jvolsu3.2014.3.3>

УДК 336.025

ББК 65.26

**МЕЖДУНАРОДНАЯ ТИПОЛОГИЯ  
ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИЙ  
ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ <sup>1</sup>**

**Туманянц Карэн Авакович**

Кандидат экономических наук,  
доцент кафедры экономической теории и экономической политики  
Волгоградского государственного университета  
tka210@gmail.com, htes@volsu.ru  
просп. Университетский, 100, 400062 г. Волгоград, Российская Федерация

**Тимофеев Юрий Валерьевич**

Кандидат экономических наук,  
докторант Франкфуртской школы финансов и менеджмента  
yuriy.v.timofeyev@gmail.com  
Sonnemannstraße 9-11, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland fs.

**Аннотация.** Целью исследования было выявление факторов, влияющих на характер государственного регулирования инвестиционной деятельности пенсионных фондов. Предметом рассмотрения стали два аспекта регулирования: ограничения на долю рискованных активов и иностранных вложений в инвестиционном портфеле.

В работе применялся статистический метод при сравнительном анализе показателей 61 страны.

В результате классификации типов государственного регулирования инвестиций пенсионных фондов выделено 6 групп государств по видам установленных ограничений на структуру инвестиционных портфелей и 4 группы стран по видам ограничений на иностранные вложения. Анализ групповых характеристик выявил обратную зависимость между уровнем благосостояния страны (ВВП на душу населения) и жесткостью государственного регулирования. Наблюдается прямая взаимосвязь между капитализацией национального фондового рынка (в процентах к ВВП), а также количеством эмитентов-резидентов, прошедших процедуру биржевого листинга, с размером максимального норматива вложений в акции. Размер пенсионных накоплений (в процентах к ВВП) и фактический удельный вес рискованных вложений (акций) и иностранных инве-

стиций в пенсионных активах не оказывают значительного влияния на регуляторную практику в большинстве стран. Гипотеза о том, что целью введения норматива на иностранные вложения выступает стремление ограничить валютные или страновые риски, не нашла подтверждения. Чаще всего страны используют количественные ограничения на иностранные инвестиции в качестве барьера для оттока капитала из страны, однако жесткость ограничений не связана с состоянием сальдо текущих операций платежного баланса.

Полученные результаты могут быть использованы для совершенствования государственного регулирования инвестиционной деятельности пенсионных фондов в России.

Использование мирового опыта и лучшей международной практики позволит улучшить качество российской нормативной базы размещения пенсионных средств на финансовом рынке, будет способствовать повышению надежности, доходности, ликвидности пенсионных активов и увеличению прозрачности процесса их инвестирования.

**Ключевые слова:** государственное регулирование инвестиций, пенсионный фонд, иностранные активы, ограничения структуры портфеля, акция.

Современные демографические и социально-экономические вызовы, с которыми сталкивается подавляющее большинство стран мира, свидетельствуют о необходимости уделять значительное внимание развитию механизмов фондирования пенсионных обязательств. Одной из проблем, возникающей при капитализации пенсионных взносов, становится поиск разумного баланса между размером принимаемых инвестиционных рисков и величиной доходности. На уровне отдельного домашнего хозяйства традиционная дилемма выбора между надежностью и доходностью при размещении сбережений решается исходя из индивидуальной склонности к риску. Однако в случае с инвестированием пенсионных накоплений процесс принятия решения со стороны работника осложняется следующими особенностями:

- длительный горизонт инвестирования не позволяет корректно оценить уровни ожидаемой доходности и надежности финансовых активов;

- в профессиональных, отраслевых пенсионных планах или планах предприятий будущей пенсионер лишен возможности выбора структуры и направлений инвестирования;

- финансовые институты, размещающие пенсионные средства, зачастую не раскрывают свою инвестиционную стратегию, ограничиваясь публикацией инвестиционной декларации с весьма широкими рамками вложений в различные классы активов;

- требуется учитывать не только риски финансовых активов, но и риски инвестицион-

ных институтов, через которые осуществляется вложение пенсионных средств;

- деятельность инвестиционных институтов, которые осуществляют управление пенсионными средствами, может как улучшить, так и ухудшить результативность вложения средств по сравнению с фактической рыночной конъюнктурой;

- при всеобщей и обязательной фондируемой пенсионной системе уровень финансовой грамотности большинства ее участников недостаточен для понимания собственных инвестиционных предпочтений и формирования на их основе представлений об оптимальном портфеле активов.

Учитывая указанную специфику, государство в странах с фондируемой пенсионной системой контролирует процесс инвестирования пенсионных взносов. В данной статье анализируется опыт 61 страны по регулированию пенсионных инвестиций, представленный в ежегодных обзорах ОЭСР [4; 12]. Предметом исследования стали два аспекта регулирования: ограничения на долю рискованных активов и иностранных вложений в инвестиционном портфеле. Разнообразие применяемых подходов потребовало их классификации, а также выявления детерминант, повлиявших на выбор соответствующего типа регулятивной политики. Данная работа дополняет изучение практики регулирования инвестиций пенсионных средств [8; 15] и влияния различных факторов на политико-экономический дизайн национальной пенсионной системы [3].

### **Классификация стран по способам государственного регулирования уровня риска при инвестировании пенсионных накоплений.**

Анализ практики 61 страны позволил выявить четыре основных подхода к регулированию степени риска при капитализации пенсионных средств: самостоятельное инвестирование государством, режим «мультифондов», пруденциальный надзор, количественные ограничения на структуру инвестиционного портфеля. Первый, реализованный почти в 30 странах, предполагает аккумулирование пенсионных активов в государственном фонде. Их размер колеблется от 76 % ВВП в Саудовской Аравии до 0,1 % в Мексике [11; 12]. Обязательства фонда могут быть закреплены персонально за застрахованными гражданами (Портфель государственных ценных бумаг и расширенный инвестиционный портфель ГК «Внешэкономбанк» в России, «Canada Pension Plan» в Канаде), но чаще всего деперсонифицированы (Фонд национального благосостояния РФ, «Government Pension Fund» Норвегии, «Future Fund» Австралии, «National Social Security Fund» Китая, «Social Security Trust Fund» США, «Government Pension Investment Fund» Японии). Поскольку инвестиционная стратегия суверенных фондов утверждается государством, то фактически регулирование сводится к формированию прозрачного для общества механизма управления и предотвращения конфликта интересов при размещении активов. Тем не менее при ухудшении экономической ситуации в стране власти часто меняют инвестиционную политику данных фондов для решения макроэкономических проблем, отступая от провозглашенных ранее принципов [7].

Второй подход представлен практикой 12 стран, обязавших негосударственные пенсионные фонды предлагать клиентам на выбор несколько типов инвестиционных портфелей (механизм «мультифондов») [6]. Соотношение различных классов активов для каждого типа портфеля нормативно закреплено и отличается долей рискованных инструментов, прежде всего акций. Количество типов инвестиционных портфелей в различных странах составляет от 3 до 6, а максимальный удельный вес акций в наиболее консервативном портфеле установлен в разме-

ре от 35 % (Швеция) до 100 % (Венгрия, Литва). Таким образом, работники могут самостоятельно выбрать стратегию инвестирования своих пенсионных накоплений, начиная от абсолютно консервативной, предполагающей вложение средств исключительно в облигации, до агрессивной, отдающей преимущество акциям и вложениям в инвестиционные фонды.

В большинстве стран, использующих данный подход, государством установлен порядок, когда при отсутствии решения со стороны клиента фонда его средства автоматически поступают в один из портфелей. Распределение участников фонда осуществляется на основе принципа снижения доли рискованных инструментов в портфеле по мере приближения срока выхода на пенсию: средства наиболее молодых клиентов вкладываются в агрессивный портфель, позднее перемещаются в сбалансированный, а за несколько лет до достижения пенсионного возраста инвестируются в рамках наиболее консервативной стратегии. В некоторых странах с достижением гражданином определенного возраста выбор агрессивного портфеля нормативно запрещен.

В 23 странах мира государство не накладывает количественных ограничений на структуру инвестиционного портфеля, в том числе на долю активов с высоким уровнем риска. Подразумевается, что финансовые институты имманентно заинтересованы в соблюдении принципов разумного инвестирования и способны самостоятельно осуществлять необходимые процедуры риск-менеджмента [13]. Конкурентная борьба за клиентов должна стимулировать инвестиционных управляющих к получению наилучших результатов с точки зрения соотношения риск – доходность, а отсутствие жестких регуляторных требований делает их поведение на рынке более гибким.

Тем не менее в таких странах используются иные инструменты воздействия на инвестиционную деятельность пенсионных фондов. В частности, в США, Великобритании, Италии, Словении, Гибралтаре, Греции, Казахстане осуществляется пруденциальный контроль за пенсионными фондами, при котором ключевыми показателями становятся норма-

тив достаточности средств, адекватность созданных резервов размеру риска, ограничение вложений в аффилированные организации [8]. Таким образом, регулятор сосредоточивает свое внимание не на инвестиционной политике пенсионного фонда, а на качестве его активов и способности выполнить за счет них пенсионные обязательства даже при неблагоприятной рыночной конъюнктуре.

Кроме того, вводятся ограничения на круг активов, которые могут приобретаться за счет пенсионных средств. Такой способ контроля зачастую используется и в рамках трех других типов регулирования механизма капитализации пенсионных средств. Наиболее распространенным ограничением выступает лимит вложений средств в одну компанию (группу взаимосвязанных компаний), который применяется в 42 странах. Кроме того, часто используется требование к биржевому листингу приобретаемых ценных бумаг (18 стран), ограничению доли в объеме выпуска ценных бумаг эмитента (14 стран). В 5 странах устанавливаются требования к минимальному уровню рейтинга приобретаемых ценных бумаг.

Четвертая группа (в составе 27 стран) накладывает количественные ограничения на структуру инвестиционного портфеля, сформированного за счет пенсионных взносов. Если говорить о вложениях в наиболее рискованные активы – акции, то в 10 странах их доля может превышать 60 %, в 11 их предельный удельный вес – более 30, но менее 60 %, а в 6 странах он составляет 30 % от общего объема вложений пенсионного фонда или меньше. Как правило, лимитирование классов активов применяется как альтернатива пруденциальному надзору [8]. Такой вариант регулирования процесса инвестирования пенсионных накоплений, с одной стороны, устанавливает более жесткие и однозначные границы осуществления управляющими фондов собственных инвестиционных стратегий, а с другой – повышает степень неопределенности для клиентов относительно действий управляющих на фондовом рынке, поскольку планка нормативно фиксирует лишь максимальный уровень относительного размера вложений в активы с переменной доходностью.

### Детерминанты типа государственного регулирования инвестиций пенсионных фондов.

Разнообразие подходов к регулированию инвестиций за счет пенсионных активов делает актуальным поиск факторов, влияющих на выбор национальной модели регулирования капитализации пенсионных взносов. Как следует из результатов анализа (см. табл. 1), размер пенсионных накоплений относительно ВВП не является детерминантой такого выбора. В каждой группе стран дифференциация этого показателя чрезвычайно высока. Иными словами, одинаковый тип регулирования выбирают страны как с большим размером пенсионных активов, так и с очень маленьким. Медианные значения доли пенсионных активов в ВВП во всех 6 группах весьма близки, что служит дополнительным подтверждением отсутствия влияния данного показателя на степень жесткости политики государства по отношению к размещению пенсионных средств. Данный вывод опровергает предположение о том, что с ростом относительных размеров пенсионных активов и увеличением их значимости в национальной экономике должно происходить ужесточение регулятивных норм государства по порядку инвестирования пенсионных средств [8].

Обнаружилась существенная корреляция характера регуляторного режима с размером душевого ВВП. В наиболее богатых странах государство самостоятельно осуществляет управление пенсионными накоплениями и/или напрямую не ограничивает удельный вес рискованных активов в частных пенсионных фондах. Преобладание среди стран, в которых созданы суверенные пенсионные инвестиционные фонды, государств с высоким ВВП на душу населения (медиана – 28,3 тыс. долл. США) вполне логично, поскольку формирование резервов требует достаточно развитой экономики, хотя бы в сырьевом секторе. Сокращение возможности инвестирования пенсионных накоплений в рискованные активы, прежде всего в акции, по мере снижения подушевого ВВП (см. табл. 1) может быть следствием нескольких эффектов.

Во-первых, в ряде исследований констатировался более низкий уровень доверия в обществах с невысокими доходами по срав-

нению с обеспеченными [10; 17]. Коллективные инвестиции в инструменты с неизвестной доходностью требуют доверия как к финансовым институтам, их осуществляющим, так и к эмитентам этих инструментов. Дефицит уверенности в добросовестности экономичес-

ких субъектов заставляет государство в странах с низким душевым ВВП директивно устанавливать ограничения на структуру пенсионных вложений и небольшие лимиты на приобретение акций. Во-вторых, низкий уровень развития экономики порождает сомнения в

Таблица 1

**Групповая характеристика стран со сходным режимом регулирования пенсионных инвестиций**

Доля рискованных активов	Значение	Средние показатели за период 2002–2012 гг.				
		Доля пенсионных активов в ВВП, %	ВВП на душу населения, тыс. долл. США	Доля акций в пенсионных активах, %	Капитализация фондового рынка, % к ВВП	Количество компаний, прошедших листинг
Под управлением государства <sup>1</sup>	Максимум	75,9 (Саудовская Аравия)	75,1 (Норвегия)	56,1 (Швеция)	119,1 (Канада)	4 849 (США)
	Медиана	6,2	28,3	21,7	77,9	290
	Минимум	0,1 (Мексика)	3,0 (Китай)	0,0 (Бельгия, Чили, Мексика, Испания, США, РФ)	26,8 (Аргентина)	49 (Португалия)
Мультифонды <sup>2</sup>	Максимум	57,9 (Чили)	45 (Швеция)	35,1 (Чили)	114,9 (Чили)	304 (Швеция)
	Медиана	8,6	10,1	15,6	24,6	85
	Минимум	0,9 (Латвия)	2,2 (Армения)	1,4 (Словакия)	1,2 (Армения)	16 (Эстония)
Не ограничивается <sup>3</sup>	Максимум	124,7 (Нидерланды)	90,7 (Люксембург)	36,7 (Финляндия)	441,3 (Гонконг)	4 849 (США)
	Медиана	10,8	37,2	22,4	79,9	284
	Минимум	0,1 (Украина)	2,5 (Украина)	0,8 (Корея)	25,8 (Украина)	17 (Мальта)
Более 60 % <sup>4</sup>	Максимум	121,1 (Исландия)	51,3 (Дания)	24,1 (Австрия)	205,4 (ЮАР)	870 (Франция)
	Медиана	8,8	15,9	19,5	61,8	242
	Минимум	0,8 (Франция)	0,7 (Кения)	2,6 (Греция)	16,2 (Замбия)	17 (Замбия)
От 30 до 60 % (включительно) <sup>5</sup>	Максимум	107,6 (Швейцария)	61,0 (Швейцария)	30,1 (Польша)	217,5 (Швейцария)	4 999 (Индия)
	Медиана	8,6	6,8	13,5	26,8	94
	Минимум	0,8 (Румыния)	1,0 (Индия)	2,5 (Боливия)	0 (Мальдивы)	0 (Мальдивы)
Менее 30 % (включительно) <sup>6</sup>	Максимум	14,0 (Уругвай)	8,0 (Уругвай)	14,5 (Болгария)	71,1 (Китай)	1 724 (Китай)
	Медиана	5,8	4,0	0,6	13,2	111
	Минимум	0,6 (Китай)	0,5 (Танзания)	0 (Уругвай)	0,5 (Уругвай)	8 (Уругвай)

Примечания: 1. – Австралия, Бельгия, Канада, Чили, Франция, Ирландия, Япония, Корея, Мексика, Нидерланды, Норвегия, Польша, Португалия, Испания, Швеция, США, Аргентина, Новая Зеландия, Китай, Саудовская Аравия, Россия; 2 – Чили, Чехия, Венгрия, Мексика, Словакия, Швеция, Армения, Колумбия, Перу, Эстония, Латвия, Литва; 3 – Казахстан, Австралия, Бельгия, Канада, Финляндия, Германия, Ирландия, Израиль, Италия, Япония, Корея, Люксембург, Нидерланды, Новая Зеландия, Норвегия, Испания, Турция, Великобритания, США, Гонконг, Ямайка, Мальта, Украина; 4 – Австрия, Дания, Франция, Греция, Исландия, Бразилия, Россия, Кения, ЮАР, Замбия; 5 – Польша, Португалия, Словения, Швейцария, Индия, Мальдивы, Румыния, Тринидад и Тобаго, Македония, Боливия, Аргентина; 6 – Болгария, Коста-Рика, Нигерия, Танзания, Китай, Уругвай.

2. Составлено авторами по: [4; 7; 11; 12; 16].

способности национальных компаний (о вложениях в иностранные активы речь пойдет ниже) генерировать устойчивый денежный поток. Поэтому чиновники предпочитают демонстрировать заботу о безопасности вложений пенсионных средств, не разрешая фондам существенно увеличивать позиции в акциях.

Законодательство о «мультифондах» принято в странах преимущественно со средним уровнем душевого ВВП (медиана – 10,1 тыс. долл. США) в рамках перехода от распределительной к многоуровневой пенсионной системе. Ловушка «среднего дохода», связанная с торможением экономического развития, заставляет их правительства искать новые драйверы повышения деловой активности. Приток пенсионных средств на рынок капитала может рассматриваться в качестве одного из них [15]. С другой стороны, высокий уровень грамотности населения позволяет гражданам самостоятельно принимать решения относительно инвестирования их пенсионных сбережений.

Жесткость нормативных ограничений структуры инвестиционного портфеля может быть спровоцирована рискованным поведением самих финансовых институтов, занимающихся размещением пенсионных активов. Для проверки этой гипотезы мы проанализировали данные о фактической доле акций и связанных с ними инструментов (например, вложения в инвестиционные фонды, декларация которых предполагает приобретение долевых ценных бумаг) в пенсионных активах за десять лет [11]. Нами не обнаружено случаев, когда в среднем по стране установленный государством лимит был бы использован более чем на 2/3. В подавляющем числе пенсионные фонды имели в портфеле рискованные вложения в размере в два раза меньшем, чем это допускалось нормативными документами.

При формировании портфеля управляющие прежде всего ориентируются на собственные оценки ожидаемого соотношения риск – доходность для разных классов финансовых активов. Этим объясняется отсутствие существенной разницы доли акций в типичном пенсионном портфеле в странах с самым либеральным государственным регулированием и тех странах, где удельный вес акций ограничен 65–80 % от величины активов. Большая часть участников пенсионных программ в

странах с «мультифондами» сосредоточена в консервативных портфелях, что делает близкими медианные значения удельного веса рискованных активов в этой группе стран и странах, где лимиты на этот класс активов варьируются от 30 до 60 % (включительно). Аналогичные результаты за 2007 г. [8, с. 9] показывают, что, например, в Бельгии, Испании и Италии доля акций в пенсионных активах была меньше, чем в Австрии, Польше и Дании, хотя нормативные лимиты в первых трех странах были больше.

Нашла подтверждение гипотеза о влиянии масштабов национального фондового рынка на установление государством нормативов по доле вложений в акции. Для стран, в которых лимиты на удельный вес рискованных инструментов в структуре пенсионных вложений не определены, характерны более высокие значения капитализации рынка акций относительно ВВП и большее количество национальных компаний, прошедших биржевой листинг (см. табл. 1). Ужесточение требований к структуре пенсионного портфеля сопровождается снижением относительных размеров фондового рынка и числа листингованных эмитентов. Таким образом, государственные регуляторы пытаются предотвратить, с одной стороны, возможное ухудшение качества вложений в акции на балансе пенсионных фондов в условиях ограниченных вариантов диверсификации и низкой ликвидности национального рынка ценных бумаг, а с другой – образование пузырей, когда приток пенсионных средств будет вызывать экономически неоправданное увеличение рыночной стоимости финансовых активов [2].

В группе стран с режимом «мультифондов» также типичной является ситуация, при которой накопленные пенсионные активы составляют треть от капитализации фондового рынка, да и медианное число эмитентов весьма невелико (85 компаний). Однако логика терпимого отношения к риску при инвестировании пенсионных средств у правительств этих государств предполагает использование национальных сбережений в качестве средства развития местного финансового рынка. Их надежды связаны с тем, что спрос со стороны пенсионных фондов станет стимулом для привлечения инвестиций национальными компаниями путем эмиссии собственных ценных бумаг [15].

Возможность вложения пенсионных активов в иностранные финансовые инструменты также может рассматриваться как средство от «перегрева» местного рынка ценных бумаг. Например, более половины стран, в которых действует режим мультифондов, не устанавливают ограничений на размещение пенсионных средств за границей. Рассмотрим регулятивную практику по этому аспекту инвестиционной деятельности пенсионных фондов по всем анализируемым странам более подробно.

**Регулирование вложений пенсионных средств в иностранные активы и факторы его определяющие.**

Почти половина из рассмотренных стран имеют квоты на размещение пенсионных активов за границей [4]. Из них в пяти норматив составляет 50 и более процентов от общего объема инвестиционного портфеля, в 19 он менее 50 %, а в 5 государствах иностранные вложения за счет пенсионных средств запрещены (табл. 2). Необходимо

уточнить, что мы квалифицировали ситуацию отсутствия количественных ограничений на вложение пенсионных активов хотя бы в одно иностранное государство как отсутствие запрета на приобретение иностранных объектов. Этому критерию соответствуют 32 страны мира.

Теоретически лимитирование заграничных вложений призвано сделать более управляемыми валютные и страновые риски пенсионных инвестиций. Однако нам представляется, что мотивы установления пороговых значений для зарубежных вложений несколько шире, чем стремление поставить под государственный контроль отдельные виды рисков держателей пенсионных сбережений. Далеко не во всех анализируемых странах к иностранным относятся вложения в валюте, отличной от национальной. Лишь в Австрии, Исландии, Португалии, Швейцарии и Гонконге предельные значения устанавливаются на размер незахеджированной открытой валютной позиции.

Таблица 2

**Групповая характеристика стран со сходным режимом регулирования зарубежных вложений пенсионных активов**

Ограничения на долю иностранных вложений, % к общему активу	Значение	Средние показатели за период 2002–2012 гг.		
		Сальдо счета текущих операций, % к ВВП	Доля иностранных вложений, % к объему активов	ВВП на душу населения, тыс. долл. США
Отсутствуют <sup>1</sup>	Максимум	13,8 (Норвегия)	82,1 (Эстония)	90,7 (Люксембург)
	Медиана	-1,9	27,5	28,0
	Минимум	-10,0 (Болгария)	0,0 (Венгрия)	3,6 (Таиланд)
50 % и более <sup>2</sup>	Максимум	9,0 (Гонконг)	50,6 (Гонконг)	46,4 (Исландия)
	Медиана	-5,0	31,2	9,7
	Минимум	-13,1 (Исландия)	6,4 (Коста-Рика)	3,7 (Македония)
Менее 50 % <sup>3</sup>	Максимум	18,4 (Тринидад и Тобаго)	27,8 (Швейцария)	61,0 (Швейцария)
	Медиана	-1,1	7,2	6,8
	Минимум	-11,3 (Ямайка)	0,0 (Россия)	0,7 (Кения)
Вложения запрещены <sup>4</sup>	Максимум	9,0 (Нигерия)	-	8,0 (Уругвай)
	Медиана	-1,8	-	1,0
	Минимум	-8,9 (Танзания)	-	0,5 (Танзания)

Примечания: 1. <sup>1</sup> – Австралия, Бельгия, Канада, Литва, Чехия, Венгрия, Дания, Эстония, Латвия, Германия, Греция, Ирландия, Израиль, Япония, Люксембург, Нидерланды, Новая Зеландия, Норвегия, Словакия, Словения, Испания, Швеция, Турция, Великобритания, США, Болгария, Казахстан, Мальта, Румыния, Таиланд, Италия, Финляндия; <sup>2</sup> – Чили, Коста-Рика, Македония, Гонконг, Исландия; <sup>3</sup> – Австрия, Корея, Мексика, Аргентина, Польша, Португалия, Армения, Боливия, Бразилия, Ямайка, Кения, Россия, ЮАР, Тринидад и Тобаго, Украина, Замбия, Перу, Колумбия, Швейцария; <sup>4</sup> – Индия, Уругвай, Нигерия, Танзания, Китай.

2. Составлено авторами по: [4; 7; 11; 16].

Только Финляндия, Венгрия, Исландия, Италия, Дания, Греция, Израиль, Словения и ЮАР используют в качестве контролируемого критерия членство страны, в которой зарегистрирован эмитент приобретаемых ценных бумаг, в интеграционных объединениях (Европейский союз), и/или в международных объединениях (Организация экономического сотрудничества и развития), и/или ее географическое расположение, например Восточная Европа (Греция) или Африканский континент (ЮАР). Кроме того, был выявлен единственный случай ограничения доли инвестиций в одну страну (Армения, 15 %) [4]. По всей видимости, одной из преследуемых правительствами целей выступает использование правил размещения пенсионных средств в качестве барьера оттока инвестиций за границу и/или стимулирование развития национального финансового рынка [5]. Причем угроза вывоза капитала из страны носит скорее психологический характер и не коррелирует со значимостью данной проблемы на макроэкономическом уровне. По крайней мере, взаимосвязь между количественными ограничениями на иностранные инвестиции и состоянием сальдо счета текущих операций платежного баланса не наблюдается (см. табл. 2). Степень жесткости регулирования допустимого размера иностранных вложений не обусловлена и склонностью финансовых институтов, размещающих пенсионные активы, к массивному инвестированию средств в иностранные инструменты. Медианные значения фактической доли инвестиционного портфеля, вложенной в заграничные активы, в группе стран, где нормативные ограничения на нее отсутствуют, и странах, где данный норматив установлен на уровне 50 % и выше, примерно одинаковы. В Венгрии и России управляющие пенсионными фондами вообще не считали необходимым пользоваться возможностью инвестирования в заграничные активы. Так же как и в случае с приобретением акций, управляющие при формировании инвестиционного портфеля в большей степени ориентируются на собственные представления о соотношении риска и доходности по отечественным и иностранным вложениям, нежели на нормативные параметры.

Выявлена зависимость, при которой по мере падения душевого ВВП наблюдается снижение максимально допустимой доли иностранных вложений. В более развитых экономиках государство демонстрирует большую лояльность к размещению пенсионных активов за границей. Как отмечалось выше, аналогичная зависимость была характерна и по отношению к ограничениям на вложения в акции. В значительной степени это обуславливается общей философией регулирования, когда регуляторы априори исходят из презумпции добросовестности финансовых институтов [9]. 83 % стран, не налагающих ограничений на долю рискованных инструментов в структуре пенсионных активов, не имеют лимитов и на валютные позиции пенсионных фондов.

#### **Заключение и рекомендации для России.**

Проведенное исследование продемонстрировало относительно невысокую распространенность в современном мире практики жестких ограничений государством структуры инвестиционных портфелей, формируемых за счет пенсионных средств. Среди наиболее развитых экономик доминирует подход, не предполагающий использование прямого квотирования размера вложений в различные классы активов. Мировой опыт свидетельствует о том, что при надлежащем косвенном регулировании уровня надежности частных пенсионных фондов для их инвестиционной деятельности в целом характерно взвешенное отношение к уровню принимаемых рисков.

Приоритеты в целеполагании контроля за иностранными инвестициями пенсионных фондов в мировой практике не сформировались: с одной стороны, это «инвестиционный национализм», способ частичного решения проблемы оттока капитала из страны и развития внутреннего финансового рынка, с другой, средство улучшения качества управления пенсионными накоплениями. В первом случае логичным представляется снижение возможности размещения пенсионных сбережений за границей, во втором – либерализация нормативной базы в части ограничений на структуру инвестиционного портфеля с одновременным развитием пруденциального надзора.



По значению среднего за период 2002–2012 гг. душевого ВВП России (8,1 тыс. долл. США) наша страна гораздо ближе к группе стран с режимом «мультифондов», чем к государствам, где доля акций может составлять 60 и более процентов (законодательством РФ установлен лимит в размере 65 % на вложения в акции). Дополнительными предпосылками целесообразности изменения типа регулирования в России служит близкая к странам с «мультифондами» траектория пенсионной реформы и достаточно высокий образовательный уровень населения.

От большинства стран этой группы Россию выгодно отличает более развитый фондовый рынок (на бирже присутствует 290 эмитентов), капитализация которого (64 % ВВП) на порядок превышает объем пенсионных активов. Как показали модельные расчеты на основе российских данных за период 2005–2012 гг., инвестирование в портфели с заранее определенным соотношением долевых и долговых ценных бумаг способно принести и более высокую доходность по сравнению с фактически полученной при существующем типе государственного регулирования [1]. Поскольку зарубежные инвестиции не востребованы российскими управляющими пенсионными активами даже при нынешнем лимите вложений (20 %), то его увеличение в современных условиях не является актуальным.

#### ПРИМЕЧАНИЕ

<sup>1</sup> Статья подготовлена в рамках поддерживаемого РГНФ научного проекта № 14-02-00112 «Влияние специфики национальной модели пенсионной системы на результативность механизма капитализации пенсионных взносов в России».

#### СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Туманянц, К. А. Анализ качества инвестирования пенсионных накоплений в России с использованием бэнчмарк-метода / К. А. Туманянц, М. В. Утченко // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2014. – № 24 (210). – С. 44–56.
2. Туманянц, К. А. Национальные модели капитализации взносов России и Казахстана: конвергенция государственного регулирования / К. А. Туманянц, Г. В. Тимофеева // Финансовый журнал. – 2014. – № 2. – С. 117–128.
3. Aggarwal, R. Political-Economy of Pension Plans: Impact of Institutions, Gender, and Culture / R. Aggarwal, J. W. Goodell // Journal of Banking & Finance. – 2013. – Vol. 37, iss. 6. – P. 1860–1879. – DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.05.008>.
4. Annual Survey of Investment Regulation of Pension Funds 2013 // OECD. – Electronic text data. – Mode of access: <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/>. – Title from screen.
5. De Menil, G. Why Should the Portfolios of Mandatory, Private Pension Funds be Captive? (The Foreign Investment Question) / G. de Menil // Journal of Banking & Finance. – 2005. – Vol. 29, iss. 1. – P. 123–141. – DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.06.018>.
6. Description and Analysis of the Multifund Systems in the Latin American and Eastern European Pension Systems. International Federation of Pension Fund Administrators (FIAP), 2010. – Electronic text data. – Mode of access: [http://www.fiap.cl/prontus\\_fiap/site/artic/20100115/asocfile/20100115182701/multifondos\\_\\_08\\_03\\_2010\\_\\_eng.pdf](http://www.fiap.cl/prontus_fiap/site/artic/20100115/asocfile/20100115182701/multifondos__08_03_2010__eng.pdf). – Title from screen.
7. International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2014. – Electronic text data. – Mode of access: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/index.aspx>. – Title from screen.
8. Investment Regulations and Defined Contribution Pensions / P. Antolin [et al.] // OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions. – 2009. – № 37. – P. 1–38. – DOI: <http://dx.doi.org/10.1787/222771401034>.
9. Kurach, R. Pension Funds and Foreign Assets – the Literature Review of the Emerging Market Studies / R. Kurach // International Research Journal of Finance and Economics. – 2012. – Iss. 97. – P. 34–43.
10. Llewellyn, D. T. Trust and Confidence in Financial Services: a Strategic Challenge / D. T. Llewellyn // Journal of Financial Regulation and Compliance. – 2005. – № 13 (4). – P. 333–346.
11. OECD Statistics. – Electronic text data. – Mode of access: <http://stats.oecd.org/>. – Title from screen.
12. Pensions at a Glance 2013: OECD and G20 Indicators // OECD. – DOI: [http://dx.doi.org/10.1787/pension\\_glance-2013-en](http://dx.doi.org/10.1787/pension_glance-2013-en).
13. Plantin, G. When Insurers Go Bust: an Economic Analysis of the Role and Design of Prudential Regulation / G. Plantin, J.-C. Rochet. – Princeton : Princeton University Press, 2007. – 112 p.
14. Raymond, H. Sovereign Wealth Funds as Domestic Investors of Last Resort During Crises / H. Raymond // International Economics. – 2010. – Vol. 123. – P. 121–159. – DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S2110-7017\(13\)60016-5](http://dx.doi.org/10.1016/S2110-7017(13)60016-5).

15. Roldos, J. E. Pension Reform, Investment Restrictions, and Capital Markets / J. E. Roldos // International Monetary Fund. Policy Discussion Paper, 2004, PDP/04/4. – Electronic text data. – Mode of access: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/pdp/2004/pdp04.pdf>. – Title from screen.

16. The World Bank Indicators. – Electronic text data. – Mode of access: <http://data.worldbank.org/indicator>. – Title from screen.

17. Trust and Confidence in Pensions : A Literature Review / S. Vickerstaff [et al.]. – 2012. – Electronic text data. – Mode of access: [https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/214405/WP108.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/214405/WP108.pdf). – Title from screen.

### REFERENCES

1. Tumanyants K.A., Utuchenkova M.V. Analiz kachestva investirovaniya pensionnykh nakopleniy v Rossii s ispolzovaniem benchmark-metoda [Analysis of the Quality of Pension Savings Investment in Russia by Benchmarking Approach]. *Finansovaya analitika: problemy i resheniya*, 2014, no. 24 (210), pp. 44-56.

2. Tumanyants K.A., Timofeeva G.V. Natsionalnye modeli kapitalizatsii vnosov Rossii i Kazakhstana: konvergentsiya gosudarstvennogo regulirovaniya [National Models of Payments Capitalization in Russia and Kazakhstan: Convergence of Government Regulation]. *Finansovyy zhurnal*, 2014, no. 2, pp. 117-128.

3. Aggarwal R., Goodell J. W. Political Economy of Pension Plans: Impact of Institutions, Gender, and Culture. *Journal of Banking & Finance*, 2013, vol. 37, iss. 6, pp. 1860-1879. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.05.008>.

4. Annual Survey of Investment Regulation of Pension Funds 2013. *OECD*. Available at: <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions>.

5. De Menil G. Why Should the Portfolios of Mandatory, Private Pension Funds Be Captive? (The Foreign Investment Question). *Journal of Banking & Finance*, 2005, vol. 29, iss. 1, pp. 123-141. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.06.018>.

6. Description and Analysis of the Multifund Systems in the Latin American and Eastern European

Pension Systems. *International Federation of Pension Fund Administrators (FIAP)*, 2010. Available at: [http://www.fiap.cl/prontus\\_fiap/site/artic/20100115/asocfile/20100115182701/multifondos\\_08\\_03\\_2010\\_eng.pdf](http://www.fiap.cl/prontus_fiap/site/artic/20100115/asocfile/20100115182701/multifondos_08_03_2010_eng.pdf).

7. *International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2014*. Available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/index.aspx>.

8. Antolin P., et al. Investment Regulations and Defined Contribution Pensions. *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*, 2009, no. 37, pp. 1-38. DOI: <http://dx.doi.org/10.1787/222771401034>.

9. Kurach R. Pension Funds and Foreign Assets – the Literature Review of the Emerging Market Studies. *International Research Journal of Finance and Economics*, 2012, iss. 97, pp. 34-43.

10. Llewellyn D.T. Trust and Confidence in Financial Services: A Strategic Challenge. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 2005, no. 13 (4), pp. 333-346.

11. *OECD Statistics*. Available at: <http://stats.oecd.org>.

12. Pensions at a Glance 2013: OECD and G20 Indicators. *OECD*. DOI: [http://dx.doi.org/10.1787/pension\\_glance-2013-en](http://dx.doi.org/10.1787/pension_glance-2013-en).

13. Plantin G., Rochet J.-C. *When Insurers Go Bust: An Economic Analysis of the Role and Design of Prudential Regulation*. Princeton, Princeton University Press, 2007. 112 p.

14. Raymond H. Sovereign Wealth Funds as Domestic Investors of Last Resort During Crises. *International Economics*, 2010, vol. 123, pp. 121-159. DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S2110-7017\(13\)60016-5](http://dx.doi.org/10.1016/S2110-7017(13)60016-5).

15. Roldos J.E. Pension Reform, Investment Restrictions, and Capital Markets. *International Monetary Fund Policy Discussion Paper, 2004, PDP/04/4*. Available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/pdp/2004/pdp04.pdf>.

16. *The World Bank Indicators*. Available at: <http://data.worldbank.org/indicator>.

17. Vickerstaff S., et al. *Trust and Confidence in Pensions: A Literature Review*. 2012. Available at: [https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/214405/WP108.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/214405/WP108.pdf).

**INTERNATIONAL TYPOLOGY OF PUBLIC REGULATION  
OF PENSION FUNDS INVESTMENT****Tumanyants Karen Avakovich**

Candidate of Economic Sciences, Associate Professor,  
Department of Economic Theory and Economic Policy,  
Volgograd State University  
tka210@gmail.com, htes@volsu.ru  
Prosp. Universitetsky, 100, 400062 Volgograd, Russian Federation

**Timofeev Yuriy Valeryevich**

Candidate of Economic Sciences,  
Doctoral Candidate, Frankfurt School of Finance & Management  
yuriy.v.timofeyev@gmail.com  
Sonnemannstraße 9-11, 60314 Frankfurt am Main Deutschland fs.

**Abstract.** The research was aimed at determination of factors, affecting the regime of public regulation of pension funds investment. The subject of the research is represented by two aspects of regulation – limits of risky assets and foreign investments.

The authors used statistical method for comparative study of indicators of 61 countries.

The analysis of regulatory restrictions of correlation between debt (bonds, loans, bills of credit) and equity (stocks, investment funds) of financial instruments in portfolio permitted to highlight 6 groups of countries. As for overseas investments of pension funds, countries can be divided into 4 groups. The study of these groups revealed inverse relation between the level of prosperity in the country (GDP per capita) and rigidity of government regulation. Direct relationship between national fund market capitalization (in percent to GDP) and the amount of issuers-residents listed on the stock exchange with the maximal limit of investment in equities was revealed. The amount of pension funds (in percents to GDP) and factual unit weight of risky investment (stocks) and overseas investment in pension funds do not have any significant influence on regulatory practice in most countries. The hypothesis saying that the aim of standard establishment is the drive for limiting currency or country risks were not confirmed. Most frequently countries use quantitative restrictions on overseas investment as a barrier against the capital outflow, however, rigidity of restrictions is not connected with condition of current trade balance operations.

Survey results can be used to improve the pension investment regulation in Russia.

The use of international experience and international best practices will improve the quality of Russian regulatory framework of pension funds, will increase reliability, profitability, liquidity of pension assets and will increase the transparency of their investment.

**Key words:** public regulation of investment, pension fund, foreign assets, portfolio limits, stock.