

Д-р Иванка Данева

УПРАВЛЕНИЕТО НА ИНВЕСТИЦИОННИЯ РИСК В ЧАСТНИТЕ ПЕНСИОННИ СИСТЕМИ

Разгледана е спецификата на пенсионните услуги и нейното отражение върху процеса на управление на риска при пенсионните планове с дефинирани пенсии и при тези с дефинирани вноски. Особено място е отделено на научно-методологически въпроси на идентифицирането, измерването и оценката на различните рискове, свързани с инвестирането на пенсионните активи. Анализирани са показателите за измерването на отделните видове риск в пенсионните планове с предварително определени вноски и са посочени изискванията за финансиране и някои аспекти на подходите за измерване на риска при планове с дефинирани пенсии. Изведени са направления за обогатяването на методологията по управлението на инвестиционния риск в капиталопокривните пенсионни системи.

JEL: G23; G32

Пенсионните фондове са небанкови финансови институции и тяхното функциониране е свързано с риск. Процентът от риска при управлението на пенсионните активи, който може да се контролира, е по-нисък от този, подлежащ на контрол в реалния сектор. Неговото управление от страна на пенсионните фондове или на администраторите/дружествата влияе значително върху разпределението на видовете риск сред различните сектори на икономиката.

В резултат от тенденциите за редуциране на държавните пенсии в редица страни в полза на осигуряването в частни пенсионни системи и за преминаване от пенсионни планове с дефинирани пенсии към планове с дефинирани вноски рискът на пенсионните фондове се трансферира в нарастваща степен към участниците в тях. В тези фондове се акумулират, от една страна, увеличаващ се обем институционални спестявания, предназначени за осигуряване на пенсионен доход, а от друга, техните активи са важен фактор, обуславящ експанзията на финансовите пазари през 80-те и 90-те години на миналия век и в периода 2002-2007 г. Поради това на управлението на риска на частните пенсионни системи се отделя все по-голямо внимание, което се проявява особено силно в условията на финансова криза, в каквата се намира световната икономика от края на 2007 г.

Рисковете, свързани с дейността на пенсионните фондове, най-общо могат да се разделят в три групи: инвестиционен, биометричен и операционен.¹ За частните пенсионни системи управлението на риска включва неговата идентификация, измерване и оценка и на тази база проектиране, мониторинг и преразглеждане на параметрите на пенсионната програма - вноски, пенсии, инвестиции, с оглед постигане на нейните цели. Предвид

¹ Pugh, C., J. Yermo. Funding regulation and Risk Sharing. OECD, April, 2008, p. 4.

широтата на проблемите тук се разглеждат спецификата на пенсионните услуги и някои аспекти на идентификацията, измерването и оценката на различните рискове, свързани с инвестирането на активите в частните пенсионни системи.

Специфичните характеристики на пенсионната услуга, както и на всяка друга услуга, отразяват отделни нейни страни, които трябва да се контролират и представляват естествени резултати от извършването ѝ. Необходимостта дейностите по управление на риска в пенсионната система да обхващат техните специфични особености е водещ общ елемент и в управлението на частните пенсионни системи в различните държави независимо от степента, в която са развити показателите и методите за наблюдение, оценка и управление на риска в другите сфери на финансови услуги.

Тези специфични характеристики, включващи се в идентификацията на риска на пенсионните фондове, могат да се сведат до следното:

● *Процесите по управление на риска в частните пенсионни системи отразяват вида на системата* – с дефинирани вноски и с дефинирани пенсии.

Крайната цел на пенсионните схеми с дефинирани пенсии е да отговорят на свързаните с тях бъдещи пенсионни задължения. Управлението на пенсионните активи в полза на участниците в схемата означава удовлетворяване на тези задължения, а не само постигане на определено равнище на доходност. С други думи, особено важно изискване е системата да е финансирана, което означава активите да кореспондират с пасивите на програмата или фонда с оглед да не се изпадне в дефицит или в краен случай да не се констатира фалит.

Множество са факторите, които допринасят за риска от фалит. Ключов е инвестиционният риск, което означава, че финансовите инструменти, в които са инвестирани пенсионните активи, могат да не осигуряват очакваната възвръщаемост. При системата на дефинирани пенсии, когато фондът не е отделен от управляващото дружество, от особено значение са правилата, свързани с капитала (покритието) на системата.

В страни, в които има гаранционни фондове, осигуряващи пенсиите (или определено равнище на пенсии), рискът е по-малък. Тук е важно обаче какъв ще е размерът на исканията за средства при нарастващ брой на корпоративни фалити.²

В плановете с дефинирани пенсии е необходимо да се има предвид, че рискът може да произтича от: степента, в която е подходящо да се прилага дадена инвестиционна стратегия (купуваш скъпо, продаваш евтино); времето, когато пенсионните обещания трябва да бъдат удовлетворени (в случай, че стойността на активите бележи низходяща тенденция).

Процесът на управление на риска при система с дефинирани вноски има своите особености. При нея рискът от инвестирането на активите се носи от

² Pension Markets in Focus. OECD, December, 2008, issue 5, p. 6.

участниците във фондовете. В степента, в която се формират резерви във фонда или в управляващото го дружество/администратор, може да се смята, че той се споделя. Например пенсионноосигурителните дружества у нас са длъжни да формират както резерви за гарантиране на минималната доходност за универсалните и професионалните пенсионни фондове, така и резерв за пожизнените пенсии в доброволните пенсионни фондове. Следователно рискът на фонда се споделя донякъде с управляващото го дружество. Тъй като при определени обстоятелства в задължителните пенсионни фондове също се формира резерв за гарантиране на минималната доходност, то може да се твърди, че съществува степен на споделяне на риска между участниците в отделния пенсионен фонд. За доброволните пенсионни фондове (в т.ч. и за доброволните пенсионни фондове по професионални схеми) в България обаче рискът от инвестирането на активите изцяло и пряко се носи от участниците в пенсионния фонд.

При плановете с дефинирани вноски основният риск е в това дали процентът на вноската по време на трудовия стаж и ефектът от волатилността в продължение както по време на фазата на натрупване, така и на изплащане ще осигурят адекватни пенсионни плащания. При тях получената пенсия от всеки участник е непосредствено свързана с натрупаните средства, които се акумулират в индивидуалната му партида (сметка) към момента на пенсиониране. Тя зависи от нетните вноски (вноски, намалени с таксите, изплащани на администратора), които са правени в течение на неговия трудов стаж (фазата на натрупване), и постигнатата норма на възвръщаемост, при която вноските са били капитализирани. Ефектът от капитализацията на бъдещите пенсии не е за пренебрегване. В резултат от изследване е доказано, че един процентен пункт разлика в дохода, акумулиран по време на фазата на натрупването, представлява промяна в пенсията приблизително с 26%.³ Характерна особеност за пенсионната индустрия е, че важен източник на инвестиционния риск е по-рядкото внасяне на големи вноски в пенсионния фонд, което може да доведе до значителни инвестиционни загуби.

Основната цел на риск-мениджмънта при програмите с определени вноски е да се осигури оперирането на фондовете на ефективната граница на риска и възвръщаемостта и при засилване на този мениджмънт да се "релаксира" вътрешният корпоративен контрол, като всички рискове се управляват разумно, вкл. и инвестиционният.

За участниците в схеми с дефинирани вноски в повечето случаи все още няма инвестиционен избор или поне той не е достатъчен, което означава на практика, че пазарната колебливост (волатилност) се отразява еднакво върху всички участници (респ. и върху техните домакинства), т.е. няма

³ Iglesias, A. La Regulacion de las Inversiones de los Fondos de Pensiones en America Latina. FIAP, CIEDEESS, 2005, p. 24.

хетерогенност сред домакинствата. Липсата на избор на инвестиционен портфейл води до още по-голямо сходство на портфейлите на отделните пенсионни фондове. Ако се предложат няколко вида инвестиционни портфейла на индивидите, тогава може да се очаква по-голяма диференциация на риска между участниците в тях, тъй като те ще имат опцията да избират между повече или по-малко волатилен портфейл в зависимост - изцяло или частично, от своята толерантност към риск.

При плановете с дефинирани вноски няма външен спонсор или по-широка група, към която да се "насочи" волатилността. Освен това невинаги е лесно да се определи толерантността към риск на домакинството, тъй като последното има хетерогенен жизнен цикъл, който трябва да съвпада с пазарния. Като правило се наблюдава преминаване от акции към облигации по време на жизнения цикъл.

Независимо че при плановете с определени вноски пенсията не е предварително обещана, системата за управление на техния риск не може да игнорира инвестиционния риск във връзка с очакваните задължения на пенсионните планове в зависимост от степента на развитост на фонда.

Участващите в пенсионни фондове с дефинирани вноски се интересуват от инвестиционния риск към момента, когато те стават пенсионери на фонда, т.е. когато на практика закупуват анюитет от него, за да им носи доход. Основният фактор за адекватен пенсионен доход на всеки индивид е датата на неговото пенсиониране. Ако то се осъществи по време, когато пазарът на акциите е във възход и инфлацията намалява, пенсионният доход може да бъде повече от адекватен. Ако обаче пенсионирането съвпадне със срив на пазарите на акции и/или инфлацията понижава реалния доход от активите с фиксиран доход, жизненият стандарт на осигуреното лице може да спадне, защото то се интересува от коефициента на заместване, който този допълнителен доход му гарантира.

По-възрастните членове на доброволните планове с дефинирани вноски сега изпитват големи загуби и рискуват да имат значително по-ниски приходи след пенсионирането си. Същевременно по-младите участници в допълнителните пенсионни фондове могат да спечелят в дългосрочна перспектива от много ниските текущи цени, което следователно е потенциал за добро равнище на възвръщаемост от инвестициите и респ. за бъдещи пенсионни плащания. По принцип понижението на капиталовия пазар у нас ще се отрази най-силно върху доброволните пенсионни фондове, които вече имат пенсионери или в скоро време ще започнат да изплащат пенсии, т.е. на фондовете, които са "по-зрели". Колкото е по-далеч периодът на започване на изплащане на пенсии, толкова е по-голяма вероятността за преодоляване на сегашната криза преди момента на "узряване на пенсионния фонд".

Това обаче не означава, че осигуреното лице не трябва да се интересува от равнището на риск по време на фазата на натрупване на средства. Измененията на показателите за риска могат да бъдат достатъчно

основание за даден участник да премине от пенсионен фонд, управляван от едно пенсионноосигурително дружество, във фонд, управляван от друго. Освен това при въвеждане на мултифондова организация равнището и изменението на показателите за риска могат да бъдат мотив за преминаване от един портфейл с дадено ниво на риск към друг по-ниско- или съответно по-високорисков портфейл.

● *Специфична особеност на риска при частните пенсионни системи е, че поради дългосрочния характер на пенсионните задължения и високата волатилност на капиталовия пазар определено има някои рискове, свързани както с активите, така и с пасивите.* Последните могат да варират поради структурните промени в работната сила, продължителността на живота на пенсионерите, бъдещите повишения на работната заплата на служителите и индексиранието на плащанията според цените или заплащането. Трудно е да се направи хеджиране спрямо структурните промени в работната сила посредством активите на портфейла.

Структурите на активите и на задълженията към участниците в пенсионните планове от прагматична позиция са частично определени от законодателството по осигуряването, данъците и счетоводните правила, които всички трябва да спазват. Същевременно тези структури въздействат върху сегашната и бъдещата ситуация в пенсионното осигуряване, извършвано от работодателя и/или от осигуреното лице, както и върху финансовото състояние на пенсионния фонд.

Сегашната матуритетна структура на инвестициите на пенсионните фондове в България не е съобразена с падежната структура на евентуално възникналите задължения към членовете на съответния фонд. В бъдеще, особено при създаването на инвестиционни портфейли с различен рисков профил в доброволните пенсионни фондове, факторът размер и матуритет на задълженията ще оказва все по-значително влияние върху разпределението на активите.

● *Управлението на риска на пенсионните фондове се осъществява при едновременното протичане на процеси на застаряване на населението и засилване влиянието на демографските тенденции върху съществуващата пенсионна система.* В перспектива застаряването на населението на свой ред може да доведе до нежелание за риск и до редукция на инвестициите в акции от страна на институционалните инвеститори. Това се потвърждава и от изводите от проведено изследване на пенсионните фондове в Швейцария, при което е намерена статистически съществена връзка между структурата на задълженията им и равнището на пенсии, от една страна, и дела на акциите в тяхното портфолио, от друга. Колкото е по-голяма възрастта на участниците в пенсионния фонд и колкото са по-високи пенсиите (особено тези за инвалидност), толкова е по-малък делът на акциите в портфейлите на фондовете. Застаряването и силният възходящ тренд на бенефициентите по признак инвалидност, наследници и

на по-възрастните бенефициенти следователно могат да редуцират възможността и желанието на пенсионните фондове да поемат пазарен риск. Възрастта и структурата на участниците влияят върху вложенията в активи извън акциите. Фондовете с високо равнище на наследници, пенсии за инвалидност и по-възрастни участници са с тенденция към по-висока пропорция на инвестиции в недвижими имоти, водещи до стабилни парични потоци за посрещане на пенсионни плащания.⁴

● *Осъществяването на подходящия риск-менеджмънт при извършването на пенсионните услуги в частната пенсионна индустрия се предопределя от възприетия подход при регулирането на инвестициите – разумно управление или количествени ограничения.*

Поради вътрешноприсъщия характер на пенсионното осигуряване е необходимо представянето на инвестиционните портфейли на частните пенсионни фондове да се разглежда едновременно от позицията на осъществяването на социалната цел на фонда - максимална социална защита, и от гледна точка на достигнатата ефективност от дейността на управляващите инвестиционните портфейли, в смисъл на постигната възвръщаемост за дадено ниво на риск. Характеристиките на инвестиционното регулиране на пенсионните фондове ни връща към двата основни регулативни подхода - разумния стандарт и количествените портфолио ограничения. Как виждането за риска от колебливост на цените се отразява върху инвестирането на активите при тези два подхода?

При стандарта на благоразумния човек управляващите пенсионните фондове трябва да инвестират разумно в светлината на специфичните потребности на плана или фонда. Този стандарт изисква инвестиционните мениджъри да проявяват нужното старание (внимание към риска от волатилност на пазарите на ценни книжа), когато вземат решение за инвестиране на портфейла и особено при дефиниране на стратегическото разпределение на активите. В зависимост от вижданията на експертите прилагането на този подход може да доведе до формиране на портфейл предимно от облигации със слабо присъствие на акции с оглед избягване на колебливостта.

При регулиране на инвестициите посредством портфейлни лимити регулаторът експлицитно ограничава степента на стратегическо разпределение на активите чрез ограничаване на част от портфейла, която може да бъде вложена в един или друг клас активи. Този подход на регулиране може да бъде не само ефективен начин за стимулиране инвестирането на пенсионните активи в широко диверсифицирано портфолио, но и средство за предопределяне на експозицията към различните инвестиционни рискове. Поради факта, че инвестиционното регулиране в България може да се характеризира като количествен подход, допълнен с принципи, основаващи се на "благоразум-

⁴ Вж. Gerber, D. How demography impact asset allocation and costs: evidence for the pension fund industry in Switzerland. Swiss Federal Finance Administrations, 2005.

ността” – надеждност, ликвидност, доходност и диверсификация, експозицията към рисковете се предопределя в една или друга степен от изискванията на Кодекса за социално осигуряване, провежданата инвестиционна политика и допълнителните инвестиционни ограничения, заложи в правилниците за организацията и дейността на съответните фондове за допълнително пенсионно осигуряване.

●По принцип колкото по-дългосрочно се е осигурявало едно лице, толкова то е по-малко засегнато от краткосрочната променливост на капиталовия пазар. Следователно при измерването на риска трябва да се имат предвид инвестиционният хоризонт на участника и неговата толерантност към риска. Това обаче е теоретичната постановка на въпроса. И тъй като на практика в частната пенсионна система то не е осъществимо, рискът в нея се измерва на портфейлно ниво, а не на ниво участник във фонда.

●Счетоводните правила имат важна роля за равнището на риска по плановете с дефинирани пенсии и тези с дефинирани вноски.

Пенсионните компании или компаниите-спонсори докладват пенсионните си задължения чрез редица актюерски допускания, дисконтови проценти или процент на възвръщаемост при изчисляването на задълженията. Оттук и възможността докладваното равнище на пенсионни задължения да омаловажи потенциалната дименсия на проблема. Например при данни отпреди падането на капиталовия пазар могат да се използват средни цени на акциите и облигациите, тъй като текущите цени на акциите или доходът от облигациите са ниски. Това означава, че неблагоприятното въздействие на капиталовия пазар върху пенсионната схема ще стане с течение на времето.

Прилагането на осреднена стойност на активите за петгодишен период изглажда влиянието както на печалбата, така и на загубите и води до това, че пълното въздействие на финансовата криза ще се проявява постепенно през следващите пет години. Докато счетоводните практики дават възможност за отлагане признаването на пенсионния дефицит, последният може да се разширява независимо от сравнително бързото възстановяване на облигационния и на кредитния пазар.

По-високият дисконтов процент води до редуциране на сегашната стойност на задълженията, а проектираната по-висока заплата - до нейния растеж. Затова дисконтовата норма при плановете с дефинирани пенсии трябва да бъде по-ниска от очаквания ръст на заплащането - колкото е по-голяма тази разлика, толкова по-малка ще бъде докладваната стойност на пенсионните задължения. От значение тук е разликата между дисконтовата норма и нарастването на проектираната работна заплата. Тази разлика е по-голяма в оценките на частните пенсионни планове в САЩ, като се запазва и през 2006 г.⁵

⁵ Munnell, A. H., M. Soto. State and Local Pension Plans Issue in Brief. Center for Retirement Research at Boston College, 2007.

Ако лихвите останат близо до ниските равнища за продължително време, допусканата и използвана при актюерските разчети дисконтова норма трябва да е по-ниска, като предопределя висока сегашна стойност на бъдещите пенсионни задължения. Финансов дефицит в съчетание с много нисък лихвен процент може да засили съществуващото напрежение на баланса задължения - активи в пенсионния фонд.

Важен етап от управлението на риска е идентификацията и измерването на всички видове риск, свързани както с инструментите в портфейлите, така и с хеджиращите инструменти, ако има такива.⁶ На практика това означава обхващане на следните основни видове риск: пазарен (лихвен, валутен и ценови), кредитен, оперативен, ликвиден, застрахователен, репутационен, стратегически, законодателен и политически. Както във всяка икономическа сфера, така и в допълнителното пенсионно осигуряване възможните методи за оценка на рисковете са качествени и количествени.⁷ Последните се използват главно при измерване на пазарния риск, който от своя страна е определящ за инвестиционния риск на портфейлите от пенсионни активи.

От посочените видове риск особено важен е пазарният. Промените в лихвените проценти, влияещи върху пазарната цена или справедливата стойност на даден финансов инструмент, се отразяват в промените на стойността на инвестицията в него. Методите за количествено измерване на лихвения риск са добре познатите от теорията и използвани в практиката дюрация и модифицирана дюрация.

Валутният риск също е възможност за намаляване стойността на позицията в даден инструмент, но при него причината е неблагоприятната промяна на обменния курс на валутата на актива. Валутният риск може да се измерва чрез количествено определяне на нетната експозиция към всяка валута, различна от националната (вкл. тази, към която е фиксирана националната), като процент от нетните активи.

Важно място сред пазарните рискове заема рискът от загуби вследствие намаляване стойността на дадена позиция поради неблагоприятни промени на нивата на пазарната му цена (отнася се главно за акции и недвижими имоти).

За ценовия риск, свързан с инвестиции в акции, може да се определя историческата волатилност, измерена посредством статистическия показател стандартно отклонение. В случай обаче, че това не би могло да се приложи поради липса на достатъчно данни, би могло да се използва стандартното отклонение на индексите на регулираните пазари, на които се търгуват

⁶ Що се отнася до хеджиращите инструменти, етапите на идентифициране, оценка и управление на риска са аналогични с уговорката за избор на източниците на информация и избор на метод, по който ще се оценява неговата ефективност.

⁷ Тези концепции и начинът на изчисляване на показателите са развити в редица публикации. Вж. по-подробно: *Пътев, П., А. Ангелов и Н. Канарян*. Риск мениджмънт в банката. Абагар, 2002, гл. II и IV; *Адамов, В., Дж. Холст, А. Захариев*. Финансов анализ. В. Търново, 2002, раздел V; *Madura, J.* International Financial Management. South-Western College Publishing, 2002, p. 282-290.

дадени акции, като заместител при цялостния анализ на портфейлите. По аналогия за измерител на риска на вложения в инвестиционни имоти може да се изчислява стандартното отклонение на съответен борсов индекс.

Кредитният риск се свързва със загуби от намаляване стойността на позицията в един финансов инструмент поради събития от кредитен характер, свързани с емитентите, насрещната страна по борсови и извънборсови сделки, както и държавите, в които те извършват дейност. Според източника на загуби кредитният риск на портфейла може да бъде от сетълмент, контрагентен и инвестиционен. Първият възниква от вероятността да не се получат парични средства или ценни книжа на датата на сетълмент, когато сделките не са от типа доставка срещу плащане или когато се сключват посредством международни клирингови къщи, гарантиращи сделката. Рискът, свързан с контрагента, е възможността за загуби в резултат от неизпълнение на задълженията от насрещната страна по извънборсови сделки. Инвестиционният кредитен риск е този от понижаване на стойността на позицията в един дългов финансов инструмент поради това, че емитентът е обявен в несъстоятелност или е неплатежоспособен, намален е кредитният му рейтинг и др. Оценката на кредитния риск на портфейла от пенсионни активи предполага извършване на качествен и/или количествен анализ.

С цел намаляване на кредитния риск на пенсионните портфейли в България са нормативните ограничения по отношение на кредитния рейтинг на банките, в които могат да се влагат пари на депозит, банките и инвестиционните посредници, одобрени за извънборсови сделки (като валутни форуърди и лихвени суапи), банките и инвестиционните посредници за репо сделки при обезпеченост с държавни ценни книжа. С оглед контролиране на риска всяко пенсионноосигурително дружество може да си определи граници в тези направления.

Така нареченият оперативен риск е в групата на тези рискове, които имат качествено измерение на база анализ на вътрешноорганизационната структура на фонда/администратора, степента на заменяемост на служителите, контролиране на процесите по етапи и в цялост, наличието на подходящи счетоводна и информационна системи и др.

Ликвидният риск е възможността от загуби поради наложителни продажби на финансови инструменти при неблагоприятни пазарни условия за покриване на краткосрочни задължения. Той е свързан с провеждане на анализ на входящите и изходящите парични потоци за даден период. На месечна база за наблюдаване и контрол върху ликвидността трябва да се формира съотношение между размера на ликвидните средства и текущите задължения на фонда. Методологическият въпрос е кои са ликвидните активи, непосредствено свързани с покриването на текущите задължения.

Операционният риск е възможността да възникнат загуби в резултат от неадекватни действия от страна на персонала, неработещи вътрешни процедури в администратора/пенсионния фонд и др.

Появата на трудности или невъзможност за посрещане на поети задължения по изплащане на средства на участници в пенсионните фондове е индикация за застрахователен риск. Поради природата си този риск има по-ясно въздействие при пенсионните програми с дефинирани пенсии и ограничено действие при пенсионните фондове на база дефинирани вноски, защото при последните произтича от вероятното несъответствие между поети задължения и заделени резерви. Неговото значение ще нараства в бъдеще у нас, когато стартира изплащането на пожизнени пенсии от универсалните пенсионни фондове и относителният дял на пенсионерите с пожизнени пенсии в доброволните пенсионни фондове нарасне.

В преобладаващата си част степента на репутационен риск е рискът от намаляване броя на участниците в даден пенсионен фонд поради неетично или незаконно управленско поведение, недобри управленски практики и др. Той се обуславя от мениджмънта на самия фонд или на управляващото го дружество.

Стратегическият риск е вероятността за преки или непреки загуби поради невъзможност да се приложи съответстващата на пазарната среда стратегия.

Законодателният или наричан още правно-регулативен риск се обуславя от действия, които са външни за фонда/администратора. Изразява се в приемане на законови промени, в резултат от което е необходимо привеждане в съответствие с тях на състава и структурата на портфейлите от пенсионни активи, което води до загуба. Друга форма на проявление на този риск е възможността за загуби поради неспазване на съществуващите нормативни изисквания.

Политическият риск произтича от появата на политически събития, в резултат от които се влошава дейността на държавните институции, водеща до неблагоприятно изменение в условията на работа на икономическите агенти, вкл. и на предоставящите пенсионни услуги. Този риск е качествен по природа и предполага наблюдение на политическата събития в страната. Един от косвените индикатори за него е кредитният рейтинг на дадена държава.

Идентифицирането и измерването на видовете риск за всеки един инструмент в портфейлите от пенсионни активи трябва да завършва с прилагане на методи и показатели за измерване общия риск на отделните портфейли.

Важен източник за инвестиционния риск е волатилността на цените на активите, която е определена посредством флукуацията на стойността на активите около очакваните стойности (вариацията или стандартното отклонение). В дейността на банковите и небанковите финансови институции рискът се свързва с колебанията (волатилността) на възвръщаемостта. "Най-често под риск финансистите разбират отклонението от очакваната възвръщаемост".⁸

⁸ Пътев, П., А. Ангелов и Н. Канарян. Цит. съч., с. 11-12; Gitman, L. J., M. D. Joehnk. *Fundamentals of Investing*. Wesley Longman, Inc. 1998, p. 137.

Стандартното отклонение на доходността на пенсионен фонд определя доколко постигнатата възвръщаемост на портфолиото от пенсионни активи се отклонява от средната или очакваната възвръщаемост. За пенсионните фондове, въвели изчисляване на стойност на един (счетоводен) дял (единица), общият инвестиционен риск на портфейла се измерва посредством показатели, базирани на ежедневната изменчивост в тази стойност. Такава е практиката и в България.⁹

Друг приложим показател е коефициентът на Шарп, който е съотношение между постигнатата доходност от управление на инвестиционния портфейл от пенсионни активи и поетия за тази доходност риск, т.е. това е доходност за единица риск. Коефициентът на Шарп на годишна база за периода на изчисляване се получава по формула, в която числителят е разликата между номиналната доходност в процент на годишна база и безрисковата доходност за периода, а в знаменателя е стандартното отклонение на доходността на годишна база. Според формулата постигнатата доходност трябва да е по-висока от безрисковата. На практика участниците би трябвало да предпочитат този фонд, при който се постига по-висока доходност при единица риск. По принцип разделянето на рисковата премия на стандартното отклонение не е идеалният подход дотолкова, доколкото възвръщаемостта, която се колебае над средната, не се смята от инвеститорите за неприемлива. Независимо от това коефициентът на Шарп представя широко приемана и използвана статистика при анализа на инвестиционните активи. Друга положителна черта на този показател е, че може да се изчислява за всеки период.

Тъй като поради кризата на капиталовите пазари постигнатата възвръщаемост е отрицателна величина, се получава, че числителят на показателя е отрицателен и самото съотношение също е със знак минус. В случая този показател трябва да се интерпретира като загуба на единица риск. Някои практики са на мнение, че повдигането на знаменателя на степен, за да бъде показателят положителна величина, е предпоставка за по-доброто му прилагане.¹⁰ Смятаме обаче, че показателят на Шарп в оригиналния си вариант дава достатъчно информация за портфолио мениджърите и за участниците във фонда, а също и добра възможност за сравняване на резултатите между отделните фондове.

Друг показател, който може да се използва при оценка на ценовия риск, е стойността под риск - VaR, който обаче трябва да се определя за достатъчно дълъг период. Той може да се измерва по исторически и параметричен (вариационно-ковариационен) метод. Целта му е да покаже каква е възможната максимална загуба в рамките на даден период и с определено равнище на вероятност. При система от дефинирани вноски проблемът е

⁹ Вж. по-подробно Изискванията към рекламните и писмените информационни на пенсионните фондове и пенсионноосигурителните дружества, www.fsc.bg

¹⁰ *Israelsen, C. Sharpening the Sharpe Ratio.* - Financial Planning Magazine, January, 2003.

дали горните граници на абсолютния VaR са по-ефективни от качествения контрол. Методологическите въпроси, свързани с показателя (честота, времеви хоризонт, статистическа същественост, равнище на таваните), са изключително трудни. Възможна е поява на неочаквани ефекти при разпределението на портфейла. Освен това разходите за развитие и поддържане на стойностни модели за измерване на риска не са ниски.

Прилагането на VaR има своите слаби страни. Така изчисляването му по параметричен метод предполага нормално разпределение, което означава данни за достатъчно дълъг период. Той не взема предвид загуба, която е извън дадено равнище, следователно не може да дефинира очаквания недостиг на средства. Оттук и необходимостта от използване на повече от един показател за измерване и оценяване на риска. Именно поради посочените недостатъци някои автори предлагат да се прилага т.нар. условен VaR, при който очакваният недостиг на средствата за изплащане на пенсии или отклонение да е в размер три пъти стандартното отклонение.¹¹ Тъй като познатите при управление на портфолио показатели са приложими с уговорката, че става въпрос за портфолио от пенсионни активи, свързани с бъдещи задължения, важен показател за измерване на риска е възможният недостиг за изплащане на пенсии.

Друг метод за определяне на риска на портфейла от пенсионни активи е т.нар. стрес-тест. В България той се провежда периодично (например ежесечно или тримесечно). Посредством него се изчислява стойността на един дял за всеки от управляваните фондове за допълнително пенсионно осигуряване с цени за преценка на активите, определени чрез допускане за покачване на основните лихвени нива с 1 процентен пункт и понижаване на цените на инвестициите в останалите видове ценни книжа с 5 процентни пункта спрямо реалните стойности към последния работен ден на месеца или тримесечието.

За частните пенсионни фондове на базата на предварително определени пенсии освен прилагането на стандартните методи се препоръчва придържането към нормативно определена граница на платежоспособност и прилагане на модела активи - задължения (assets - liabilities model – ALM).

Практиката по управление на риска означава съответствие между задълженията на един пенсионен фонд и неговата стратегия за финансиране и инвестиране. Това значи, че не само силните или “по-заможни” компании-спонсори/фондове с инвестиционното си поведение трябва да се стремят да ограничат максимално риска на фонда, като се опитват да изравнят активите и пасивите или да свръхфинансират предвидените пасиви, но и по-слабите фондове не трябва да се придържат към по-рискови инвестиционни стратегии с оглед преодоляване на дефицита си. Именно поради тези причини от

¹¹ Yermo, J. Regulation and Monitoring investment Risk: Application of the OECD Guidelines. Funded Systems: Their Role in Solving the Pension Problem. FIAP, 2007, p. 230.

няколко години към фондовете с дефинирани пенсии освен изисквания за формални програми за управление на риска и процедури се поставят и базирани на риска капиталови изисквания и такива към резервите, които да служат като буфери или “финансови възглавници”. Те произтичат от документа на Базелския комитет за банков надзор “International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards”, известен като Базел II, който поставя капиталови изисквания към финансовите институции за покриване на рисковете, свързани с дейността им.

Този базиран на риска подход към финансирането, използван за измерване на капитала (или “буфера” на платежоспособността), налага сравняване на ситуацията с определено равнище на вероятност (степен на сигурност).¹²

Без да влизаме в дебат относно приложението на базираните на риска количествени изисквания към пенсионните фондове по Базел II, ще разгледаме спецификата на прилагането им в някои страни. Съществуват големи различия между регулирането на финансирането сред държавите от ОИСР. Въпреки това по отношение на тези регулации могат да се очертаят две основни направления:

В една група от държави (Белгия, Канада, Финландия, Ирландия, Япония, Португалия, Испания, Обединеното кралство, Швейцария и САЩ) не се изисква цялостно финансиране на пасивите на пенсионните фондове по всяко време, нито пък формиране на буфери за риска от неплатежоспособност. Основното равнище на финансиране при позитивно развитие на капиталовия пазар всъщност е под 100% в някои държави като Япония или Швейцария (90%). Периодът за постигане на необходимата платежоспособност варира значително между страните – например в Ирландия и Обединеното кралство този срок е 10 години.

В друга група държави (Дания, Германия, Исландия, Нидерландия и Норвегия) е необходимо установяване на платежоспособност над нивото на цялостното финансиране на пенсионната схема (с изключение на Нидерландия), т.е. изискванията са за цялостно финансиране на пасивите на пенсионните фондове (или технически резерви - застрахователният термин за пасиви, който често се използва в тези страни) по всяко време с кратки периоди за възстановяване. Например в Германия пенсионните фондове подлежат на приблизително 4.5% допустима граница за платежоспособност, което означава, че активите трябва да превишават размера на задълженията им с 4.5%. В Нидерландия тази граница е 5% и фондовете имат срок до 3 години за достигането ѝ от датата, на която са под него.

Има едно основно обяснение за подобен диференциран подход по отношение изискванията за финансиране между отделните страни. За първата група държави пенсионните фондове са икономически единици, които са законово различни от животозастрахователните компании и са

¹² <http://www.bis.org/publ/bcbs107.pdf>

свързани със спонсиращата компания, предоставяща резервен капитал в случай на нефинансиране. По такъв начин плановете, които се поддържат от тези пенсионни фондове, са от вида дефинирани пенсии.

За втората група държави пенсионните фондове често се разглеждат като осъществяващи специален вид животозастрахователни услуги (или се третират като такива), които функционират самостоятелно, без постоянно да прибегват към допълнително финансиране от страна на спонсора на плана за покриване на дефицита.

В ОИСР само няколко държави – Дания, Нидерландия и Швеция, са въвели изисквания за финансиране, които пряко отчитат риска на инвестиционните портфейли на пенсионния план.

При стратегическото управление на риска на пенсионните програми, и то предимно при пенсионните програми с дефинирани пенсии, като основен метод се препоръчва моделът ALM. Неговата същината е, че задълженията трябва да бъдат покрити от подходящите активи. При прилагането на този модел могат да възникнат множество проблеми, например дюрационно несъответствие между активи и задължения, инфлация, положителни изменения в продължителността на живота и финансова стабилност на спонсора на плана.

Обичайна цел на фонда е постигане на равнище на пенсии при минимални разходи чрез най-високата възможна възвръщаемост на инвестициите. Методът ALM “превежда” тази цел на езика на управлението на риска и анализира интегрираното развитие на активите и задълженията. Разделянето на доходността на активите на доходността на задълженията е ключов показател - коефициент на финансиране. За управляващите риска обаче неговото равнище има своето значение. Резултатът от анализиране на очакваните бъдещи развития на капиталовия пазар и активите, измененията на броя на участващите във фонда, на задълженията и резултатите може да бъде, че целевата възвръщаемост на инвестициите е позитивна, но коефициентът на финансиране на фонда пада под минималната цел. Ако това е съществено, следващата стъпка е да се коригира портфолиото към по-ниско равнище на съотношение възвръщаемост/риск или да се преразгледа общата функционална цел на фонда.¹³

Предимство на изграждането на сценария в ALM пред традиционния стрес-тест е, че падането на лихвените проценти може да доведе до положително представяне на инструментите с фиксиран доход, но също и до увеличаване на дисконтираните задължения и по този начин симулацията на развитието на портфолиото би могла да предизвика заблуда. Като втора цел екстремните резултати от прилагането на метода осигуряват вътрешен

¹³ Вж. по-подробно Developments in Pension Fund Risk management in Selected OECD and Asian Countries. OECD, 2005; Blome, S., K. Fachinger, D. Franzen, G. Scheuenstuhl and J. Yermo. Pension Fund Regulation and Risk Management: Results from an ALM model optimization exercise. OECD, May, 2007.

поглед върху чувствителността на променливите и помагат за определянето на целевите точки, които могат да бъдат използвани като сигнал до мениджмънта, че нещо в “технологичния” процес не се движи в правилната посока.

Резултатът от ALM анализа включва крайна оценка на целевата функция за пенсионния фонд, очакваното развитие на задълженията и активите, респ. и на коефициента на финансиране, и паричните потоци, според вноските и плащанията. Тези ключови променливи трябва да се контролират за риск, обусловен от техните актуални развития спрямо очакванията. Тук е необходимо да се подчертае, че дори и при много добро моделиране именно икономистите решават проблемите.

По принцип управлението на инвестиционните портфейли на пенсионните фондове може да се осъществява според бенчмарк (еталон) на активите, а също и с оглед еталон на задълженията на фонда. Резултат от това е измерване представянето на пенсионните активи спрямо широко приложимите пазарни индекси. Но насочването само към пазарни индекси може да отклони вниманието на мениджърите от реалната цел – управление, при което активите съответстват на пасивите по времето, когато те станат изискуеми. От своя страна пасивното инвестиционно поведение кара мениджърите на пенсионни фондове да се стремят към краткосрочни инвестиционни стратегии, в т.ч. към атрактивни пазари и възвръщаемост. По-активното управление на задълженията включва, разбира се, и определена условност на пенсионните плащания.

В България рискът при инвестирането на пенсионните активи се контролира от регулаторния орган индиректно - посредством съществуващите инвестиционни правила, чрез унифицирането на определен и твърде ограничен кръг от показатели (стандартно отклонение и показателя на Шарп), които от началото на 2009 г. пенсионноосигурителните дружества са длъжни да прилагат при оценката на риска на управляваните от тях пенсионни фондове и да оповестяват получените резултати на определен период. Макар и в самото си начало, нормативното регулиране на дефинирането на риска ще създаде предпоставки за сравнимост на резултатите за равнището на риск между един и същ вид фондове, управлявани от различни дружества. Необходимостта от публично оповестяване на еднакви за всички управляващи пенсионни фондове дружества количествени индикатори за измерване на инвестиционния риск е особено важна, предвид обсъжданията за въвеждане на мултифондова система в доброволните пенсионни фондове.

Заедно с това обаче този обхват на нормативна регулация не е достатъчен. От една страна, публикуването на показатели за риска означава адекватни финансови познания в тази насока на преките потребители на информацията - участниците в пенсионните фондове, за което са необходими усилията както на Комисията за финансов надзор, така и на пенсионно-осигурителните дружества. От друга страна, за да се обхванат различните

аспекти на инвестиционния риск на пенсионните портфолия, е необходимо използването и на комплекс от показатели извън нормативно изискваните. Не трябва да се омаловажава и ролята на вътрешния контрол в управляващите пенсионните фондове дружества, който трябва да следи за цялостния процес на оценка и измерване на риска, вкл. за адекватното отразяване на резултатите от изчисляването на отделни показатели при вземането на инвестиционните решения, за съответствието между придобитата инвестиция и рисковия профил на фонда и т.н.

Друг въпрос е дали се налага в България да се определи от страна на регулатора равнище на показател за риска, към който да се придържат пенсионните фондове. В международните стандарти на ОИСП за регулиране на пенсионните фондове е заложено, че регулаторите трябва да разчитат повече на ефективно управление и изисквания за контрол върху риска, без задължително да поставят ограничения върху техните портфейли. Инвестиционното регулиране у нас обаче е предимно посредством ограничения върху състава и структурата на портфейлите на пенсионните фондове. Затова на този етап не е необходимо регулаторът да налага определен лимит за равнище на показател за риск, каквато е практиката в Мексико (регулаторът определя веднъж годишно абсолютна стойност на VaR).

Възвръщаемостта и рискът са "двете страни на една монета". Независимо от възприетия принцип за регулиране на инвестициите управлението на техния риск става все по-важно за управлението на частните пенсионни системи. Превръщането на оценката на риска в неразделна част от обичайните действия, свързани с успешното функциониране на пенсионните фондове, ще улесни не само изграждането и провеждането на приетата инвестиционна политика, а и вземането на инвестиционни решения, ще увеличи прозрачността и ще доведе до по-добра информираност на участниците за инвестиционните резултати на пенсионните фондове, в които са се включили.

8.1.2009 г.